



**BIBLIOTHÈQUE SCIENTIFIQUE INTERNATIONALE**

**LE  
MARCHÉ MONÉTAIRE  
DANS LE SYSTÈME  
FINANCIER FRANÇAIS**

**MICHELLE DE MOURGUES**

**PARIJS**

*1971*

**PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE**



Digitized by the Internet Archive  
in 2026

LE MARCHÉ MONÉTAIRE  
DANS LE SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS





LE  
MARCHÉ MONÉTAIRE  
DANS LE SYSTÈME  
FINANCIER FRANÇAIS

PAR MICHELLE DE MOURGUES

*Maître de Conférences agrégée à la Faculté  
de Droit et des Sciences économiques de Rouen*

PRÉFACE DE JEHAN DUHAMEL

*Directeur des Etudes de la Banque de France*



PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE  
108, BOULEVARD SAINT-GERMAIN, PARIS  
1971



Dépôt légal. — 1<sup>re</sup> édition : 1<sup>er</sup> trimestre 1971

© 1971, Presses Universitaires de France

Tous droits de traduction, de reproduction et d'adaptation  
réservés pour tous pays

*La loi du 11 mars 1957 n'autorisant, aux termes des alinéas 2 et 3 de l'article 41, d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale, ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause, est illicite » (alinéa 1<sup>er</sup> de l'article 40). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.*

## Préface

---

*L'étude de Michelle de Mourgues sur Le marché monétaire dans le système financier français témoigne d'une exploration approfondie du sujet et d'une réflexion subtile sur des mécanismes fort complexes et mal connus. Les observations qu'elle présente sur l'organisation des circuits de la monnaie en France sont intéressantes en même temps que suffisamment sereines pour ne pas inquiéter un homme de Banque centrale soucieux d'orthodoxie et ennemi des mutations brutales. Se rappelant la vieille recommandation de Sénèque pour qui « il ne faut jamais enseigner trop fort », l'auteur a même su recourir de préférence à la suggestion, procédant par opposition entre les structures françaises et certaines structures étrangères qui emportent manifestement sa préférence.*

*Tous ces mérites attachés au travail de Mme de Mourgues tendent finalement, si paradoxal que cela puisse paraître, à compliquer la mission du présentateur. Il est difficile de dissenter sur cette thèse en évitant de se borner à résumer des considérations qui s'y trouvent déjà développées avec talent.*

*La tâche est favorisée toutefois par l'évolution survenue, à la fois dans le fonctionnement du marché monétaire français et dans les idées de ceux qui ont la responsabilité de son organisation. Le gouvernement français a même chargé un Comité d'experts d'inventorier les voies possibles d'une réforme. Le rapport de ce groupe de réflexion, qui a été rendu public, préconise d'importantes modifications de structure dont l'adoption aurait pour effet d'atténuer les différences entre le marché monétaire de notre pays et ceux des pays de tradition anglo-saxonne.*

*La notion même de marché monétaire est fort imprécise. Selon l'approche la plus large, on peut admettre qu'elle recouvre l'universalité des contrats par lesquels une certaine quantité de monnaie*

est mise à la disposition d'un demandeur en échange d'une créance quelconque ; elle englobe alors toutes les opérations de prêt, d'origine bancaire ou non.

D'un point de vue plus technique et plus étroit, le marché monétaire s'entend des transactions qui permettent d'assurer la régulation de la liquidité des intermédiaires financiers ; en relèvent, dans cette optique, l'ensemble des institutions et des mécanismes qui permettent la substitution à court terme d'encaisses monétaires aux actifs des banques. Cette acception recouvre à son tour, mais en la débordant largement, la notion la plus stricte, qui se limite aux opérations d'achat, de vente et de prise en pension d'effets à court terme par lesquelles la Banque centrale intervient chaque jour sur le marché de l'argent entre banques pour, selon les cas, y apporter ou y prélever un excédent de liquidités.

En fait, la distinction entre l'une et l'autre des deux conceptions proprement techniques du marché monétaire n'est pas la même dans les systèmes monétaires anglo-saxons que dans la pratique française. A l'étranger, l'équilibre des trésoreries bancaires est en général assuré par des opérations au jour le jour qui sont traitées, à des taux variables, principalement par les banques et institutions financières, et accessoirement par la Banque centrale.

En France, la liquidité du système bancaire a été longtemps alimentée essentiellement par le réescompte, c'est-à-dire par des opérations traitées à taux fixe, dans le cadre de relations bilatérales entre les banques et l'Institut d'Emission. Les interventions à taux variables de la Banque de France sur le marché proprement dit avaient, dans ces conditions, un caractère particulier et marginal. Même si elle tend, depuis quelques années, à perdre de son importance relative, la mobilisation à taux fixe des actifs des établissements de crédit reste encore la source principale des apports de la Banque centrale au marché.

Le contrôle de la liquidité globale de l'économie et l'ajustage quotidien de la liquidité bancaire constituent d'ailleurs deux fonctions différentes dont l'une ressortit à l'action en longue ou moyenne période et l'autre aux techniques du très court terme. Ces deux fonctions peuvent être exercées simultanément par le moyen des interventions de la Banque centrale sur le marché. Elles peuvent aussi bien être dissociées, comme cela a été le cas en France jusqu'à présent. Le marché n'est alors qu'un instrument



de régulation au jour le jour. Le contrôle proprement dit du crédit bancaire s'opère selon des méthodes différentes qui procèdent, en règle générale, d'un souci d'intervention directe et consistent habituellement à imposer certaines contraintes à la composition des actifs des banques.

Ainsi, les méthodes de régulation de la liquidité globale par l'action sur la distribution du crédit se rattachent-elles à deux conceptions distinctes de la politique monétaire.

Selon une ligne de pensée qui a influencé jusqu'à une époque récente le comportement des autorités françaises, les interventions des organismes de tutelle consistent dans la mise en œuvre de réglementations destinées à accompagner l'action économique du gouvernement en privilégiant les activités considérées comme prioritaires. Il en résulte une dissociation plus ou moins prononcée du marché de l'argent, qui se caractérise notamment par l'apparition d'une pluralité de taux selon la nature des crédits. Une telle politique a paru s'imposer en France au lendemain de la seconde guerre mondiale, alors que l'infrastructure même du pays était à reconstruire et qu'il importait de réserver le crédit aux secteurs tenus pour essentiels.

Mais quand l'abondance succède à la pénurie, les priorités économiques deviennent moins évidentes et les critères d'une politique de sélectivité sont de plus en plus difficiles à déterminer. Les inconvénients d'une excessive fragmentation du marché de l'argent prennent alors tout leur relief. On tend à se rapprocher de la conception plus classique selon laquelle la création de monnaie peut et doit être contrôlée essentiellement par les taux. La nécessité s'impose progressivement de réaliser un marché unique sur lequel puissent se confronter l'ensemble des offres et des demandes de monnaie, permettant aux disponibilités de se répartir selon les lois de l'offre et de la demande et non par le jeu de décisions administratives toujours rigides et parfois arbitraires.

Telle est la mutation qui s'opère actuellement en France. Il est encore difficile de prévoir jusqu'où elle ira. Même si elle est provoquée surtout par l'ouverture des frontières, on ne peut guère imaginer qu'elle débouche, avant longtemps à tout le moins, sur l'adoption de structures monétaires identiques à celles des pays de tradition anglo-saxonne.

Le système français a tout de même eu le mérite de fonctionner

jusqu'à présent sans inconvénients majeurs. Les autorités monétaires ont su y apporter, au fil des ans, les retouches, voire les changements d'orientation, que paraissait commander l'évolution des structures économiques et de l'appareil bancaire.

C'est dans la ligne de cette action pragmatique que se situe notamment l'institution d'un régime de réserves obligatoires. Bien plus qu'un aménagement technique, il faut voir là une première et très importante réforme des structures de notre marché. Le système antérieur du « coefficient de trésorerie » obligeait les banques à conserver certains actifs et leur en interdisait par conséquent la monétisation auprès de la Banque de France ou sur le marché. Le coefficient de réserve les contraignait, tout au contraire, à mobiliser des actifs, en vue de constituer sur les livres de l'Institut d'Emission une encaisse proportionnelle à leurs exigibilités. La Banque centrale continue ainsi d'exercer un contrôle indirect sur l'expansion du crédit bancaire, mais elle le fait désormais selon une méthode qui, comme dans les pays anglo-saxons, présente l'avantage de l'associer directement à la création de monnaie par les banques.

Ce n'est évidemment pas une simple coïncidence si pareille transformation est intervenue quand les flux monétaires avec l'étranger commençaient à jouer un rôle plus sensible dans la formation et les fluctuations de la liquidité interne. Il n'est pas davantage fortuit que l'idée d'une réforme plus profonde du marché monétaire français fasse son chemin au moment où les frontières monétaires tendent à s'ouvrir plus largement encore. Quelle que puisse être l'efficacité d'un contrôle des changes, qui est d'ailleurs appelé à disparaître, les mouvements internationaux de capitaux s'effectuent de plus en plus en fonction de la rémunération qui leur est offerte sur les différentes places. Le marché extra-territorial des euro-devises, qui échappe au contrôle des autorités monétaires nationales, facilite les transferts de pays à pays et rend plus difficile pour un pays donné une politique monétaire indépendante.

Ce qui différencie le plus nettement les structures monétaires françaises de celles des pays de tradition anglo-saxonne est sans doute l'existence, à côté du marché proprement dit, de circuits privilégiés de capitaux dont le fonctionnement échappe aux lois de l'offre et de la demande. En France, en effet, le Trésor public draine, à des conditions de rémunération fixes et très modiques,

*directement les fonds gérés par les chèques postaux et indirectement ceux des Caisses d'Epargne. Il s'en faut de beaucoup, dans ces conditions, que toutes les disponibilités viennent sur le marché et que tous les besoins de financement s'y présentent. A cela s'ajoute évidemment le fait que les banques ne s'adressent au marché qu'après avoir épuisé leurs possibilités de recours au réescompte de la Banque de France obtenu à un taux traditionnellement avantageux.*

*Pour que le marché monétaire devienne, en France comme dans les pays anglo-saxons, le lieu unique de confrontation des offres et des demandes de capitaux monétaires, d'importantes réformes devront donc être introduites dans les circuits de fonds. Elles ne paraissent pas toutes aisément réalisables.*

*Ce n'est certes que lorsque le taux officiel de la Banque de France se situera au-dessus des conditions du marché et constituera un taux de pénalisation que les opérations de refinancement des banques cesseront de s'effectuer en priorité par l'intermédiaire du réescompte. Là n'est pourtant pas la plus sérieuse difficulté.*

*Plus ardues sont les problèmes soulevés par la suppression des circuits privilégiés des chèques postaux et des Caisses d'Epargne. Pareille réforme implique que le Trésor accepte de se financer aux conditions du marché. Elle suppose aussi un développement considérable des financements à court terme de la trésorerie publique par les méthodes classiques. Les adjudications de bons du Trésor prendront notamment plus d'importance. Le plafond des avances à l'Etat devra être relevé et sans doute varier, ainsi que cela se pratique dans certains pays, en fonction du volume des opérations du Trésor par une indexation sur les dépenses ou sur les recettes de l'Etat.*

*Il ne faut pas, en tout état de cause, imaginer que l'unification du marché monétaire, si elle est un jour réalisée, suffise à provoquer un élargissement du volume global des capitaux disponibles. On ne doit pas non plus perdre de vue que l'existence de circuits privilégiés allège le marché actuel de la demande de capitaux qu'ils financent à relativement bon compte ; leur suppression pourrait donc provoquer un renchérissement du loyer de l'argent sur le marché unifié qu'elle permettrait de constituer.*

*La nouvelle organisation monétaire devra aussi être telle que l'Institut d'Emission ne risque pas de perdre, même temporairement, le contact avec le marché monétaire. Il importe notam-*



ment d'éviter que les mouvements internationaux de capitaux n'aient pour effet d'affranchir momentanément les banques de la nécessité de recourir à ses concours. La Banque de France, si elle s'interdit de gêner l'activité des établissements de crédit par une réglementation excessive, entend préserver les conditions nécessaires à l'exercice de sa mission de contrôle monétaire global. Il lui faut pouvoir freiner un développement excessif des crédits et inversement être à même de stimuler leur distribution quand le besoin s'en fait sentir. Le système des réserves obligatoires lui donne à cet égard des moyens d'action sur la liquidité bancaire qui doivent être suffisants habituellement. Il rend inutile, en période normale, le recours au procédé d'exception que constitue la limitation autoritaire de la progression des crédits à l'économie.

L'ouvrage de Michelle de Mourgues vient donc à son heure dans la mesure notamment où il introduit et éclaire les problèmes posés maintenant par la transformation des structures monétaires françaises. La complexité, l'aridité des mécanismes du marché de l'argent ont trop souvent découragé les chercheurs d'en entreprendre l'étude pour que cette tentative ne soit pas saluée avec sympathie. Même si les perspectives d'une disparition de l'escompte dans notre pays évoquent inévitablement — et Michelle de Mourgues ne m'en voudra pas de cette boutade — le mot de Mark Twain : « Il me semble que l'on a exagéré la nouvelle de ma mort », tous ceux qu'intéressent les problèmes monétaires auront plaisir à en trouver dans les pages qui suivent une analyse faite avec souci d'exactitude et hauteur de vues.

Jehan DUHAMEL.



## *Introduction*

---

Le marché monétaire est une institution qui, dans les systèmes financiers évolués, permet la substitution à très court terme des actifs placés des Banques en encaisses monétaires.

Cette fonction est justifiée par les fluctuations de très courte période qui affectent les besoins des particuliers et des entreprises, et, par contre-coup, les besoins des banques en disponibilités liquides destinées à servir de contrepartie dans les paiements.

S'il est vrai que la demande d'encaisse monétaire obéit à ses lois propres à long terme et qu'elle est plus ou moins dépendante de la conjoncture à court terme, elle dépend à très court terme des usages commerciaux afférents aux règlements, à leur périodicité et aux circuits qu'ils utilisent. Ceux-ci privilégient certaines périodes appelées « échéances », au cours desquelles les effets commerciaux arrivant à leur terme doivent donner lieu à un paiement immédiat. Les transferts périodiques en faveur du circuit du Trésor au moment des paiements d'impôts ou des emprunts publics, ou les sorties normales de billets, aggravent ces besoins de liquidités.

La caractéristique de ces fluctuations, comme celle de toute variation saisonnière, est d'être assez bien connues : aussi le système bancaire pour y faire face doit pouvoir aménager la structure de sa liquidité de sorte que, sans avoir à conserver pendant les périodes intermédiaires des avoirs monétaires improductifs, il puisse « transformer » avec le maximum de rapidité et d'efficacité ses actifs en monnaie.

Mais, comme toute variable économique, la demande d'encaisses et ses répercussions sur le système bancaire obéissent en même temps à des impulsions qui leur sont données par les variations de la conjoncture et par des lois de ten-

dance : ces variations et ces lois peuvent avoir leur importance si, passant de l'analyse à court terme à l'étude évolutive du marché monétaire, on cherche à prévoir l'avenir de cette institution en France.

Cette étude se propose d'analyser le rôle joué actuellement par le marché monétaire et l'évolution des facteurs qui déterminent sa viabilité, son importance et son influence, au sein du système financier français.

Il convient de noter tout d'abord que la fonction de transformation des actifs en monnaie qui doit être considérée comme la fonction spécifique du marché monétaire est, selon les pays, assurée par trois techniques.

Aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, une institution appelée marché monétaire organise avec le maximum d'efficacité l'ajustement des offres et des demandes de liquidités. Ceci implique qu'elle soit apte à susciter par des techniques particulières une offre suffisante d'avoirs liquides au moment où ceux-ci se révèlent utiles, qu'elle soit en outre également capable de réintégrer les encaisses inutiles dans le circuit financier au moment opportun. La France dispose d'une organisation comparable, mais dont l'importance a jusqu'à présent été limitée par une organisation différente de son système monétaire.

En effet, comme la plupart des pays de l'Europe continentale, la France utilise de préférence, pour assurer l'ajustement des trésoreries des banques, une autre technique : l'appel aux offices de l'Institut d'Emission.

Une partie du portefeuille des banques est constituée de créances, de natures diverses selon le pays, mais qui ont comme semblable qualité d'être directement escomptables par la Banque centrale qui assure ainsi à taux fixe l'équilibre du marché. Si cette pratique semble commode, si au cours des périodes qui ont précédé la seconde guerre mondiale ce procédé n'a guère soulevé de problèmes, il a, tout au moins dans notre pays depuis quelques années, été accusé d'assurer moins bien que le marché monétaire proprement dit la régularisation du marché des liquidités et d'être notamment à l'origine d'une partie des tendances inflationnistes auxquelles est sensible notre économie. En outre, la soumission trop étroite d'un seg-

ment du marché financier à la tutelle d'un organisme chargé d'assurer le contrôle du crédit et de mettre en application la politique monétaire, a pu sembler opposée, dans les cas où elle s'est exercée de façon trop rigoureuse comme ces dernières années, au but qu'elle se proposait : équilibrer les différents marchés des capitaux.

Enfin, une troisième technique qui se révèle souvent un pis-aller soumet étroitement l'équilibre monétaire interne des pays aux flux monétaires externes, soit que le pays confonde volontairement son marché monétaire avec le marché international, faute d'une organisation interne comparable, soit que des difficultés internes l'obligent à recourir de façon systématique aux prêts internationaux de capitaux.

La différenciation de ces trois techniques est relativement artificielle puisque tout marché monétaire évolué suppose à la fois une organisation spécifique, une relation directe avec l'Institut d'Emission et des points de contact avec les marchés étrangers, conditions indispensables pour assurer le fonctionnement et la souplesse du système. Néanmoins, suivant que l'un ou l'autre de ces différents éléments joue dans l'organisation de la liquidité bancaire un rôle de premier plan, on se trouvera ou non devant un « marché monétaire » organisé, le seul qui intéresse cette étude.

Un marché monétaire libre est une émanation du système bancaire tout entier. Aussi le premier problème concerne-t-il évidemment l'aptitude qu'aurait le système bancaire français à faire fonctionner un marché monétaire analogue aux marchés anglo-saxons.

Le principe sur lequel repose l'organisation du marché monétaire est relativement simple. Il consiste à permettre aux organismes bancaires ou, à la limite, à tous agents économiques détenteurs à court terme de disponibilités monétaires, de les mettre à la disposition des organismes débiteurs à court terme de moyens de paiement. Ainsi le marché monétaire serait le point de rencontre des offres et des demandes de liquidités.

Mais la mise en application de ce principe s'avère finalement suffisamment complexe pour n'être possible qu'aux systèmes bancaires évolués.

Elle suppose en effet que l'organisation financière des pays soit suffisamment intégrée pour qu'une organisation centralisatrice puisse effectivement assurer avec le maximum d'efficacité la collecte et la redistribution des avoirs liquides.

Elle suppose enfin que soient connus les mécanismes qui commandent l'offre et la demande de biens échangés. Or, malgré des caractéristiques uniformes, les fonds qui s'offrent ou qui sont demandés sur le marché monétaire ne correspondent pas tous à des besoins homogènes. Certes, le fond des capitaux échangés correspond en gros à des transferts d'excédents et de déficits de trésorerie, mais une autre catégorie, certainement la plus difficile à déterminer, n'est pas liée directement à des besoins de trésorerie, mais est constituée de capitaux en attente, dont le caractère spéculatif est évident et qui peuvent alternativement avoir une influence favorable ou défavorable sur l'équilibre du marché. L'existence d'un marché monétaire suppose donc résolu le point de savoir si le système bancaire peut maîtriser seul les mouvements de liquidités de façon à les retenir ou les attirer en cas de pénurie, de les transférer à d'autres circuits en cas d'excédents.

Ainsi donc, et à côté de la fonction essentielle assurée par le marché monétaire, relative aux trésoreries bancaires, se greffe une fonction annexe de placement des capitaux à très court terme, celle-ci conditionnant l'alimentation du marché en ressources régulières.

Il est même possible de dire que cette fonction d'ajustement est de loin la plus importante. Non seulement les liquidités offertes et demandées ne coïncident pas à l'intérieur du secteur bancaire en raison des transferts qui relient celui-ci à d'autres circuits de paiements, obligeant le marché monétaire à susciter l'apparition de ressources elles-mêmes extra-bancaires, mais les liquidités offertes et demandées ne s'ajustent pas non plus dans le temps en raison de la diversité des échéances des créances et des dettes, obligeant ainsi le marché monétaire à assurer la transformation des avoirs offerts selon la nature des besoins du marché.

Ces aspects techniques nous retiendront dans une première partie qui aura pour but d'éclairer l'organisation, le rôle et le fonctionnement du marché monétaire en France.



Une deuxième catégorie de problèmes concerne les conditions d'équilibre à long terme du marché monétaire. Si des déséquilibres partiels et des désajustements temporaires peuvent être résolus par le marché monétaire, cette fonction suppose réglé le problème de l'équilibre global entre les offres et les demandes de capitaux dont dispose la nation tout entière. Pour que le marché monétaire puisse effectuer des arbitrages entre les différentes catégories d'offres et de demandes, il est indispensable qu'il puisse équilibrer lui-même dans le temps ses ressources et ses emplois.

On peut admettre en effet que, recueillant les avoirs liquides des différents organismes financiers, le marché monétaire soit équilibré si les ressources globales en capitaux de toutes origines dont dispose une nation compensent les demandes globales de crédit. Dans ces conditions, le marché monétaire peut jouer efficacement son rôle d'ajustement en assurant aux transferts une fluidité parfaite.

Si au contraire les ressources qu'il recueille et les demandes qui se manifestent ne sont pas équilibrées au cours de la période normale de gestion, des tensions permanentes le déséquilibrent continuellement. Ces tensions se traduisent par des hausses de son taux et par le recours incessant à un fournisseur de liquidité d'appoint qui peut être, selon les cas, soit le marché monétaire international, soit l'Institut d'Emission.

Un certain taux de liquidité du système bancaire est donc nécessaire à l'existence même du marché monétaire. Or, il semble que nous touchions là le point faible du marché monétaire français. Si nous le comparons aux systèmes bancaires anglo-saxons, nous constatons que l'ensemble des ressources monétaires globales dont dispose l'économie, et que l'on appelle généralement « la liquidité de l'économie », est beaucoup plus faible en France, comme d'ailleurs dans beaucoup d'autres pays européens : il atteint 40 à 50 % du revenu national, tandis que les Etats-Unis et la Grande-Bretagne connaissent des taux de 70 à 80 %.

En outre, la structure de cette liquidité est différemment répartie. En France, le système bancaire est concurrencé par le circuit de monnaie légale qui recueille encore 31 % de la

masse monétaire et par le circuit du Trésor public qui en recueille environ 11 %.

Par ailleurs, la partie la plus stable et la moins sujette à fluctuation de cette liquidité, la quasi-monnaie, y est plus faible que dans d'autres pays.

Ainsi, on peut s'attendre à ce que le taux de la liquidité des banques françaises soit lui-même assez faible et penser qu'elles sont incapables d'assurer à un marché monétaire libre une alimentation suffisante en ressources régulières.

Néanmoins, en regard de ces éléments défavorables, on peut noter que le redressement financier de la France depuis 1958 a permis une expansion du revenu national, accru les avoirs monétaires des particuliers et corrélativement les dépôts des banques, et augmenté le taux de liquidité de l'économie.

Or, la théorie moderne et l'observation statistique nous apprennent que l'accroissement des avoirs monétaires est tendanciellement lié à la croissance économique de sorte que ces facteurs favorables ne sont pas accidentels mais qu'ils coïncident fondamentalement avec l'évolution économique des pays à taux de croissance élevé comme c'est le cas de la France. Si, donc, l'amélioration de la liquidité bancaire n'a pas coïncidé au cours des dernières années avec l'évolution économique, il est possible de se demander si des interventions artificielles n'en ont pas atténué la portée.

Un deuxième problème se pose dès lors : quels sont le sens de la tendance générale de l'évolution monétaire française et son effet sur la liquidité bancaire, et quelle est la nature des interventions externes qui ont fait obstacle à cette tendance et dont le poids peut s'atténuer ou disparaître ? Cette distinction entre le durable et le momentané permettra de faire des prévisions sur l'évolution de la liquidité des banques.

Le troisième problème posé en France par le fonctionnement du marché monétaire concerne la nature des liens qui l'unissent à l'Institut d'Emission et qui, à certaines époques, ont relevé de la mise en tutelle pure et simple. L'Institut d'Emission participe, par tradition, en France, à la création monétaire dont il assure ainsi avec plus ou moins d'efficacité le contrôle. Un mécanisme bien connu, celui du multiplicateur

de crédit, explique que la création monétaire par les banques de dépôts les soumettent à l'obligation de solliciter de l'Institut d'Emission un volume de monnaie centrale égal à une fraction déterminée des crédits consentis par elles.

Mais cette obligation soumet-elle les banques à l'Institut d'Emission dans des conditions telles qu'elles empêchent un marché monétaire de fonctionner ?

S'il s'avère, en effet, que les banques soient naturellement conduites à demander à la Banque de France l'appoint nécessaire de leur trésorerie bancaire, et ceci en raison de la facilité qui s'offre à elles d'escompter à taux fixe auprès de l'Institut d'Emission des volumes croissants de créances (ce qu'elles ne pourraient pas obtenir sur un marché libre où des demandes croissantes de liquidités seraient négociées à taux croissants), il est évident qu'un marché monétaire ne pourrait fonctionner selon les lois normales de l'offre et de la demande que pour les cas marginaux où l'organe réescompteur refuserait son apport.

On peut aller encore plus loin et considérer qu'étant donné l'importance des apports successifs que la Banque d'Emission a été amenée à fournir au système bancaire au cours des vingt dernières années et qui se sont traduits par un accroissement continu de l'endettement du système bancaire tout entier, l'équilibre des trésoreries bancaires doit irrémédiablement passer, et de façon irréversible, par la « Banque » centrale.

Il est possible de trouver une réponse préalable à ces objections fondamentales. Dans les mécanismes monétaires de l'heure actuelle, le rôle de l'Institut d'Emission consiste plus à assurer le contrôle monétaire qu'à procurer aux banques des facilités de trésorerie en tant que telles. Si, en effet, la Banque centrale est amenée à procurer au système bancaire un certain volume de disponibilités liquides, la fonction qu'elle assume ce faisant n'a normalement rien à voir avec celle que nous avons définie comme étant celle du marché monétaire ; lorsque la Banque centrale approvisionne le système bancaire, elle assure son rôle de régularisation de la masse monétaire. Son action se situe à l'échelon global comme l'apport final qui assure l'équilibre des marchés, dans un cadre défini par la politique monétaire.

Le contrôle monétaire et l'approvisionnement des trésoreries bancaires sont deux actions distinctes dont une seule

relève de l'Institut d'Emission. Il est même tout à fait possible que ces fonctions soient incompatibles et que si, par accident, l'Institut d'Emission est amené à les remplir conjointement, il soit obligé de sacrifier l'équilibre monétaire à l'équilibre du système bancaire. Ainsi au cours des périodes où l'Institut d'Emission a accru son concours aux banques, sans pouvoir maîtriser cet apport, a-t-il été conduit à « encadrer » le crédit de façon à limiter extérieurement les effets inflationnistes de cet accroissement non contrôlé.

On peut en tirer une conclusion importante pour notre problème : dans une situation normale, le lien qui unit la Banque d'Emission et les banques doit être commandé par l'Institut d'Emission lui-même et non par le système bancaire. Pour assurer un contrôle systématique de l'expansion monétaire, la Banque de France ne doit jamais être appelée à y contribuer à son corps défendant ; cela suppose donc qu'une autre institution soit capable d'assurer l'équilibre des trésoreries bancaires, les interventions de l'Institut d'Emission n'ayant qu'un caractère marginal ou systématique.

Tout ceci ne signifie évidemment pas que l'Institut d'Emission doive cesser d'approvisionner en liquidités le système bancaire. Mais il ne doit jamais y être structurellement contraint par divers droits de tirage dont les banques pourraient user à leur convenance. Ainsi, ses interventions pourraient apparaître comme des opérations de régularisation décidées en fonction d'un équilibre préalable du marché.

Depuis longtemps, de telles interventions de l'Institut d'Emission étaient pratiquées sur les marchés étrangers, selon la politique dite d'*open-market*. La France n'en connaissait qu'une version incomplète qui avait perdu toute signification de politique monétaire.

L'application de l'*open-market* nécessite un certain nombre de conditions qui ne sont peut-être pas encore toutes remplies à l'heure actuelle, mais les autorités monétaires ont nettement marqué au cours de ces dernières années et surtout au cours de ces derniers mois le désir très net de pratiquer de façon systématique des interventions sur le marché monétaire proprement dit.

C'est en fonction de cette évolution que nous étudierons les liens nouveaux qui peuvent être noués entre l'Institut d'Emission et ce marché.



Ces dernières réflexions amènent à se demander quelle est la raison de tels retournements. Il semble que l'on doive la trouver dans l'évolution de la réglementation des changes et la libéralisation totale des mouvements des capitaux à court terme intervenue au début de l'année 1967.

La mise en communication directe du système bancaire français et des systèmes étrangers a l'avantage d'accroître les opérations des banques avec l'étranger et de leur faire jouer un rôle rémunérateur dans les transferts internationaux de capitaux. Mais de telles opérations, si elles se révèlent fructueuses pour les pays qui maîtrisent bien les mouvements internationaux de capitaux, présentent des dangers, en raison de l'instabilité des capitaux qui font l'objet des transferts. Ceci amènera une dernière série de problèmes. En l'absence de toute situation comparable dans l'histoire monétaire de la France, il s'agira d'apprécier ce qu'une telle ouverture du marché monétaire interne au marché international peut apporter au système bancaire et de déterminer si cette influence s'avérera finalement favorable et équilibrante ou incertaine et périlleuse.

Enfin, il sera intéressant de se demander quel rôle Paris peut effectivement jouer aux côtés des autres grandes places financières internationales, et s'il s'avère qu'elle y ait une aptitude peut-être plus grande que certaines autres capitales financières de l'Europe continentale.

Le but de cette étude reste à tous égards scientifique. Appelée à décrire une institution financière et à en préciser les normes de fonctionnement et les avatars historiques, elle ne considère les politiques monétaires que dans la mesure où celles-ci ont une incidence sur les mécanismes financiers intéressés. Il reste néanmoins que le marché monétaire, dans son rôle interne ou international, reste l'apanage des économies dont les structures financières jouissent d'une indépendance relative à l'égard du pouvoir central.



## PREMIÈRE PARTIE

# *L'ORGANISATION ET LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ MONÉTAIRE*

L'étude du marché monétaire suppose la connaissance de la structure financière du pays concerné et de ses particularismes. Néanmoins, cette institution étant universelle dans les Etats à structure libérale, il convient également d'en connaître les caractéristiques principales et de déterminer des critères que tout système national doit admettre pour que ce marché y prospère.

Dans une démarche intellectuelle qui va du général au particulier, il faudra par conséquent faire apparaître quelques principes généraux auxquels doivent se plier les marchés monétaires, puis étudier la manière dont cette institution s'intègre dans la structure financière de la France.





## CHAPITRE PREMIER

---

# *Approche sémantique des marchés monétaires*

### A | ÉVOLUTION DU CONCEPT DE MARCHÉ MONÉTAIRE

Il est intéressant de remarquer l'effort cohérent effectué depuis une dizaine d'années par des auteurs originaires des différents pays qui possèdent un marché monétaire, pour en définir la nature spécifique, en déterminer les fonctions et en préciser les relations avec les autres marchés de capitaux. Auparavant, l'expression « marché monétaire » recouvrait très largement l'ensemble des opérations de crédit à court terme. Bien que la théorie de l'épargne de Charles Rist ait été publiée en 1921 (1), il semble qu'en France, autour des années 1955-1956, on ait encore couramment admis que la distinction entre marché monétaire et marché financier procédait de la différenciation entre l'épargne réserve et l'épargne créatrice.

La même constatation peut être faite pour d'autres pays ; en effet, dans leur ouvrage sur « le marché monétaire et ses institutions », les Prs Nadler, Heller et Shipman écrivaient (2) :

« On peut définir le marché monétaire comme le lieu où les demandes et les offres de fonds à court terme peuvent se

(1) *Revue de métaphysique et de morale*, juin 1921, Essai sur quelques problèmes économiques et monétaires, Sirey, 1933.

(2) *The Money Market and its Institutions*, New York, Ronald Press Company, 1955.

rencontrer, quoique cette rencontre ne s'effectue pas à un endroit déterminé au sens littéral du mot. Ce terme désigne plutôt l'ensemble des relations qui assurent les emprunts et les placements à court terme, et par l'entremise desquels s'effectuent un grand nombre de transactions financières d'un pays. »

L'intérêt de cette définition est très faible. Tout au plus est-elle susceptible de faire ressortir par son imprécision que la terminologie était loin d'être fixée et que pouvaient être admises aussi bien une conception large qu'une conception étroite du marché monétaire.

L'évolution qui suivit a conduit à préciser et à affirmer le rôle d'une institution qui s'est voulue plus restreinte, mais d'une plus grande spécificité.

Pour présenter une vue synthétique de cette transformation, nous nous référerons aux choix que les deux alternatives suivantes proposent :

- la première confronte une conception extensive du marché monétaire et une conception étroite de ce même marché ;
- la seconde suggère une définition institutionnelle et une définition fonctionnelle du marché monétaire.

|   |                                                                                         |
|---|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| I | <p>L'ALTERNATIVE</p> <p>ENTRE L'APPROCHE EXTENSIVE</p> <p>ET L'APPROCHE RESTRICTIVE</p> |
|---|-----------------------------------------------------------------------------------------|

### *1 - Les deux conceptions possibles*

Une étude récente (1) propose au lecteur une énumération des différentes conceptions admises par les analystes des marchés monétaires.

« Pour certains auteurs, le terme « marché monétaire » englobe largement l'ensemble complexe des relations entre prêteurs, emprunteurs d'avoirs monétaires contre des titres et des bons... D'autres, à l'opposé, définissent le marché moné-

(1) G. H. WOODWORTH, *The Money Market and Monetary Management*, New York, Harper and Row, 1965.

taire en le limitant au marché libre sur lequel s'effectuent les échanges de liquidités immédiates... D'autres, enfin, s'ils excluent de ces opérations les transactions sur effets à long terme, y comprennent néanmoins tous les prêts à court terme des Banques et des institutions financières. »

En Grande-Bretagne, le Pr J. S. G. Wilson (1) reprend cette diversité des définitions sous la forme suivante :

« Au sens étroit du mot, le terme « marché monétaire » s'applique à un type de marché qui assure l'échange de liquidités potentielles, bons du Trésor ou papier commercial, contre monnaie... A Londres, cette appellation s'applique de façon encore plus étroite aux relations mettant en communication les Maisons de Réescompte et les Banques commerciales... Cependant, il ne faut pas se dissimuler que ce terme est fréquemment utilisé dans un sens plus vague et plus large... pour désigner l'ensemble complexe des institutions financières qui, à des degrés divers, satisfont la demande de monnaie. »

## 2 - Origine de ces confusions

Il est certain que la lecture de ces deux énumérations fait apparaître le marché monétaire comme une institution difficile à connaître.

### a) Difficultés venant de la nature de l'institution elle-même. —

1. La première difficulté vient de l'absence de localisation du marché monétaire ; aucune bourse ne centralise les échanges, aucun taux ne ressort spontanément d'une crieé spectaculaire ; il n'existe aucun organisme centralisateur capable d'assurer la rencontre de toutes les offres et de toutes les demandes de capitaux. Aussi éprouve-t-on une certaine gêne à dénommer « marché » une organisation aussi « immatérielle ».

2. La deuxième difficulté vient de ce que les opérations du marché monétaire utilisent comme instruments d'échange des papiers commerciaux ou des effets publics qui ressortissent de l'activité normale des banques.

(1) J. S. G. WILSON, *Monetary Policy and the Development of Money Markets*, Londres, Allen and Unwin.

3. Enfin il apparaît, et beaucoup d'auteurs l'ont souligné, que toutes les opérations contre titres ou papiers, que ce soient des opérations de crédit des banques à leurs clients ou des transactions en bourse, présentent très généralement la même caractéristique : l'échange des disponibilités liquides contre des titres de créances. Par conséquent, un problème préalable de définition de frontières se pose avant d'analyser le marché monétaire lui-même.

b) *Les causes historiques.* — Le passage d'une conception large à une conception étroite dérive également de l'évolution des conditions dans lesquelles s'exerce le crédit dans la période d'entre-deux-guerres par rapport à la période actuelle.

Les années qui suivirent la première guerre mondiale et la crise économique eurent en Europe et aux Etats-Unis des conséquences différentes sur le plan économique mais équivalentes sur le plan de la liquidité bancaire qui fut importante pendant toute la période ; en Europe, à cause de la stagnation économique, aux Etats-Unis, en raison d'abord de la politique de facilité de crédit qui précipita la crise, puis après une brève période de difficultés, grâce à l'afflux d'or dans les banques américaines considérées comme des refuges pour les capitaux flottants.

Dans de telles conditions, les problèmes de trésoreries proprement dits ne préoccupèrent pas outre mesure les banquiers des pays les plus évolués.

C'est seulement avec les difficultés soulevées par la reconstruction en Europe après 1945, et la nécessité de lutter contre l'inflation en Europe et en Amérique après 1945, que le souci de liquidité bancaire proprement dite se place au premier plan.

En France, la différenciation entre opérations de crédit et opérations de trésoreries fut aussitôt effectuée par les techniciens de la banque eux-mêmes ; mais son importance fut longtemps minimisée par l'aide extérieure (Plan Marshall) qui contribua à alimenter l'économie et les banques. Tant que les systèmes bancaires bénéficièrent de facilités que leur procurèrent de façon systématique l'Institut d'Emission et l'aide extérieure, les problèmes de trésorerie pure n'existèrent pratiquement pas.

Ils apparurent à partir du moment où les autorités monétaires, réagissant contre les tensions inflationnistes mondiales des années 50, inaugurèrent des politiques d'action directe sur les liquidités (réserves et *open-market* dans les pays anglo-saxons, restrictions quantitatives et politiques de taux d'escompte dans les pays européens).

Dès cette époque, la conception étroite gagna du terrain et on appela progressivement « marché monétaire » le marché des capitaux à très court terme, destinés à procurer des disponibilités de trésorerie aux banques.

### 3 – Critère de différenciation du marché monétaire au sens étroit du mot

Afin de tracer une frontière entre les opérations de crédit à si court terme soient-elles et les opérations du marché monétaire au sens strict, il est possible d'utiliser un certain nombre de critères relativement simples à observer.

1. On peut considérer d'abord que les opérations du marché monétaire ne mettent jamais en relation des détenteurs d'avoirs monétaires inemployés, d'une part, et des utilisateurs finals de capitaux, d'autre part, mais des titulaires d'encaisses momentanées et des débiteurs provisoires.

Ces opérations *ne sont jamais des emplois proprement dits*, mais toujours des *emplois*. Aussi les participants au marché présentent-ils le trait commun de manier des fonds et d'avoir à assurer leur équilibre de trésorerie propre. Seule cette recherche de l'équilibre de trésorerie retentit sur le marché monétaire.

2. La nature de l'objet de l'échange et de sa contrepartie est elle-même le second critère caractéristique du marché monétaire.

Si l'ensemble des opérations financières consiste essentiellement à transformer des créances en disponibilités monétaires, les échanges du marché monétaire reviennent à transférer *des liquidités immédiates contre des liquidités secondaires*. Il ne serait pas absurde de donner comme définition du marché monétaire cette seule caractéristique. Le marché permet effectivement l'échange d'avoirs monétaires proprement dits, contre des



liquidités du second degré qui sont des titres d'une grande négociabilité.

3. Enfin, la dernière caractéristique réside dans le fait que le marché monétaire est un marché de *spécialistes*, non point parce que dans des pays comme la France son accès est réglementé, mais parce que ses techniques sont particulières et que la mission d'intervenir sur le marché est confiée à un petit nombre de professionnels très spécialisés.

## II | L'ALTERNATIVE | ENTRE L'OPTIQUE FONCTIONNELLE | ET L'OPTIQUE INSTITUTIONNELLE

Nous avons vu que la principale difficulté rencontrée pour définir le marché monétaire venait de l'inexistence dans la plupart des pays d'une organisation facilement repérable au sein de leur structure financière et susceptible en outre de localiser le marché.

Il est possible de distinguer deux optiques : l'optique anglo-saxonne qui voit le marché monétaire comme une institution et une optique plus générale et plus vague, celle par exemple qu'utilisent les institutions internationales comme la Banque des Règlements internationaux, selon laquelle le marché monétaire se définit à travers les fonctions qu'il assume et se confond avec le marché des liquidités en général.

### 1 - *L'optique institutionnelle*

En dehors du Royaume-Uni qui localise relativement bien son marché, il a toujours semblé malaisé de donner du marché monétaire une définition institutionnelle (1).

La difficulté réside apparemment dans la quasi-impossi-

(1) Définition type « institutionnelle »; le terme « marché monétaire » au sens étroit s'applique à « l'ensemble des institutions grâce auxquelles les entreprises et organisations financières peuvent gérer leur trésorerie en négociant sous forme de vente-achat, ou sous forme d'emprunts ou de prêts, leurs excédents ou leurs déficits de liquidités », H. BROCHIER et P. TABATONI, *Economie financière*, Paris, Presses Universitaires de France, 2<sup>e</sup> éd., 1963.

bilité de donner des critères descriptifs simples de cette institution. Certains marchés monétaires sont organisés, comme les marchés de Londres, New York et Paris, tandis que d'autres « marchés » ne révèlent aucune organisation apparente : ainsi en est-il de la plupart des marchés européens. Or, on ne peut en déduire que ces places n'ont pas de marché monétaire, car le système bancaire de ces pays dispose d'instruments de trésorerie et organise sa liquidité comme les places monétaires plus structurées. Au demeurant, même les places dont le marché monétaire est organisé présentent des particularités de structure et de fonctionnement qui les différencient :

— Le marché américain est en relation relativement étroite avec le marché financier dont il reçoit, entre deux liquidations boursières, les capitaux en attente d'emploi ;

— Le marché de Londres est international par sa vocation et par la nature des ressources de toutes origines qui s'y offrent ;

— Enfin, dans le cas de Paris, il existe deux marchés de liquidités distincts : le marché de l'escompte, localisé à la Banque de France, et le marché dit libre, ou « marché monétaire » proprement dit.

C'est la raison pour laquelle les auteurs se réfèrent souvent à une définition fonctionnelle qui saisit le marché monétaire à travers les opérations qu'il commande.

## 2 - L'optique fonctionnelle

Les définitions fonctionnelles se réfèrent essentiellement à des critères descriptifs des opérations elles-mêmes s'appliquant à la nature de l'objet échangé et aux modalités de l'échange.

a) *L'objet échangé.* — Les biens échangés sont constitués par les formes les plus liquides d'avoirs, c'est-à-dire les encaisses monétaires ; mais ce terme ne recouvre qu'imparfaitement la nature exacte de l'objet de l'échange.

Malgré certaines particularités, il est possible de prendre comme base de notre analyse le fonctionnement du système français des paiements. L'organisation monétaire française comporte plusieurs circuits de paiements, un circuit de monnaie de banque concrétisé par les dépôts bancaires circulant par

virements, un circuit de monnaie fiduciaire, constitué par les billets émis par l'Institut d'Emission et circulant par échange manuel, un circuit du Trésor public comprenant l'ensemble des comptes ouverts dans les écritures des correspondants du Trésor, enfin un compartiment « extérieur » qui donne la « balance » des flux internationaux de capitaux. Des transferts quotidiens interviennent entre ces différents circuits ; ils ont comme support les comptes que les intermédiaires financiers possèdent dans les écritures de la Banque de France, jadis réduits au minimum par les divers organismes bancaires, actuellement réglementés par le système des réserves obligatoires.

Quotidiennement les organismes bénéficiaires de paiements voient s'accroître leurs réserves, tandis que les organismes qui ont effectué ces paiements voient leurs comptes à l'Institut d'Emission s'abaisser au-dessous du minimum légal. Deux hypothèses peuvent alors se présenter :

- si les paiements se sont effectués à l'intérieur du circuit bancaire, certaines banques peuvent échanger leurs réserves excédentaires auprès des organismes déficitaires ;
- si les paiements ont rendu l'ensemble du système bancaire déficitaire, les banques seront obligées de recourir à l'Institut d'Emission pour reconstituer leurs réserves, à moins que ce dernier ne prenne lui-même l'initiative de rééquilibrer le marché.

Ainsi, toutes les transactions du marché monétaire ont pour objet d'obtenir le volume de monnaie centrale nécessaire pour satisfaire au coefficient de réserves obligatoires que la plupart des organismes bancaires sont contraints de se constituer dans les comptes de l'Institut d'Emission.

b) *Les modalités de l'échange.* — Les banques qui recherchent de la monnaie centrale offrent en contrepartie un effet destiné à servir d'instrument d'échange, l'objet principal de la transaction étant la *monnaie proprement dite*. L'opération peut être définitive et consister en un escompte ; le plus souvent, elle sera provisoire et l'effet sera, selon la terminologie admise, « pensionné » sur le marché monétaire. Il s'agit d'une opération provisoire d'échange d'un effet contre de la monnaie,

en stipulant que l'opération inverse sera effectuée à une époque déterminée.

Voici une définition de type « fonctionnel » pur :

« Le marché monétaire, écrivait G. Luffalla (1), est le marché où pour vingt-quatre heures les établissements bancaires demandent (offrent) de la monnaie centrale au comptant, en échange d'une promesse de verser (recevoir) le lendemain la même somme. »

Une telle définition insiste sur deux aspects essentiels des opérations : leur caractère provisoire et leur durée très limitée. Le marché des opérations dites *au jour le jour*, c'est-à-dire engagées pour vingt-quatre heures, est effectivement le compartiment le plus actif, ce qui ne doit pas faire oublier que d'autres opérations sont nettement plus étalées dans le temps.

Il est bon de mettre l'accent sur la précarité de l'opération et la rapidité avec laquelle elle se noue et se dénoue. Mais une telle définition présente néanmoins des inconvénients. Elle n'explique pas complètement le rôle exact du marché monétaire, car elle reste purement descriptive.

## B | NATURE ET FONCTIONS DES MARCHÉS MONÉTAIRES

Nous adopterons quant à nous la définition suivante :

Le marché monétaire est un marché libre de trésoreries bancaires qui assure l'échange spontané des avoirs monétaires des banques contre des liquidités secondaires et qui leur procure ainsi journellement, pour des durées nécessaires ou compatibles avec leurs normes de gestions, des possibilités de combler leurs déficits momentanés ou de placer leurs excédents provisoires de façon à assurer la rentabilité optimale de leurs avoirs, sans avoir à recourir à l'Institut d'Emission.

Pour qu'un pays possède un marché monétaire à tous les sens du mot, il faut que celui-ci soit capable d'assumer un triple rôle.

(1) *La situation actuelle du crédit en France (1963)*, rapport au Conseil Economique et Social.

## I | APTITUDE A ORGANISER | LES ÉCHANGES DE LIQUIDITÉS

Un marché monétaire doit assurer avec le maximum de rapidité et d'efficacité la rencontre de l'ensemble des offres et des demandes de liquidités disponibles à un moment donné.

Cela suppose une relative intégration du système bancaire tout entier, en sorte que nul établissement, quel que soit son éloignement géographique, ne soit exclu du circuit des liquidités. Nous avons insisté sur l'absence de localisation ; il est dès lors évident qu'un réseau de relations doit exister entre toutes les banques et tous les organismes financiers de telle sorte que le niveau des offres et des demandes recueillies par lui reflète exactement la physionomie du marché.

Un système bancaire intégré comme l'est le système français avec ses banques à succursales et les liens d'allégeance entre les organismes bancaires peut permettre de regrouper effectivement les offres et les demandes du marché.

Mais le marché au sens institutionnel n'existe vraiment que si un réseau d'intermédiaires est capable d'assurer une collecte totale et vraisemblablement une redistribution complète des capitaux. Bien que les auteurs français n'insistent pas sur ce point, il semble qu'il y ait au moins autant d'inconvénients à ne pas pouvoir placer les liquidités excédentaires qu'à ne pas trouver à satisfaire toutes les demandes de liquidités (1).

C'est ainsi que les marchés les mieux organisés comportent un réseau d'intermédiaires en même temps qu'une organisation permettant le placement à court terme des capitaux flottants.

(1) Au contraire, les auteurs anglo-saxons mettent l'accent sur cette fonction : G. H. WOODWORTH écrit dans l'ouvrage précité : « Le rôle fondamental du marché monétaire consiste à procurer une grande souplesse aux ajustements de trésoreries des banques commerciales, aux institutions financières non bancaires, au monde des affaires et à tout agent désireux d'effectuer un placement (*Investor*). »

« Cela implique, plus précisément, qu'il doit exister un marché national d'effets à court terme de qualité, que ces effets soient nombreux et diversifiés afin de correspondre exactement aux besoins de placements, que le mécanisme du marché rende très rapides les échanges de monnaie à travers le pays tout entier.

« Si ces conditions se trouvent remplies, les banques et tous titulaires « d'excédents » pourront les replacer très rapidement en *actifs liquides*. »



II | APTITUDE A ASSURER  
| LA FLUIDITÉ DES TRANSFERTS

Mais un marché n'est libre et fluide que s'il ne comporte aucune entrave à la circulation des biens échangés. Deux questions peuvent alors se poser : la concurrence interbanques n'empêche-t-elle pas les établissements les plus favorisés de prêter leurs excédents à des concurrents directs ? L'accès au marché est-il identique quelle que soit la dimension des banques ?

Ces questions appellent la même réponse que précédemment :

Pour assurer la fluidité des offres et des demandes, il est nécessaire qu'une organisation fasse office d'intermédiaire entre les intéressés, à la fois pour assurer l'anonymat de certaines opérations et permettre la formation d'un taux unique.

L'unicité du taux est en effet la première caractéristique d'un marché de concurrence.

III | APTITUDE A L'AJUSTEMENT  
| DES OFFRES ET DES DEMANDES  
| DE CAPITAUX A TOUTES ÉCHÉANCES

*La nécessité de l'ajustement*

Nous avons introduit cette étude en disant que le marché monétaire assurait la substituabilité ou la « transformation » des actifs placés en « avoirs monétaires ». C'est l'approfondissement de cette notion qui doit permettre d'avoir une idée plus exacte de la fonction principale de marché monétaire.

a) *Le marché monétaire lié à la politique bancaire de gestion des liquidités.* — La politique de gestion optimale des organismes bancaires les conduit à organiser la composition de leurs actifs de façon à « maximiser » leurs profits en conservant le minimum d'actifs inemployés compatible avec la sécurité de leur équilibre journalier.

Or, les fluctuations de l'activité économique, les impératifs de la circulation monétaire, modifient sans cesse leurs besoins en liquidités immédiates. Par conséquent, les banques vont devoir transformer, avec le maximum de rapidité, leurs actifs placés en liquidités immédiates.

Le marché monétaire a ainsi pour rôle premier d'assurer cette transformation de créances à terme en avoirs immédiats. Il ne crée pas réellement de liquidités, *il offre du temps* ; il ne prête pas véritablement, il procède à des échanges.

En termes comptables, la banque qui emprunte diminue l'actif de son bilan du volume des effets pensionnés, et accroît le volume de son poste d'encaisse, au cours d'une opération comptablement neutre. Il en est de même dans les maisons d'escompte où toute opération est inscrite à l'actif et au passif. Ainsi l'opération de pension ne déséquilibre en aucune façon leur bilan.

b) *Le marché monétaire comme lieu de rassemblement des capitaux flottants.* — Cette fonction d'ajustement présente des difficultés qui paraissent insurmontables, si on considère seulement le marché monétaire comme lieu d'échange des excédents et des déficits des banques. En effet, le système bancaire tout entier est en certaines occasions débiteur des autres circuits monétaires et se trouve, pour pouvoir fonctionner, dans l'obligation de se procurer des ressources extérieures.

C'est la raison pour laquelle il doit assurer la collecte de capitaux de toutes origines qui présentent la caractéristique d'être immédiatement liquides et disponibles.

Aussi, le marché monétaire est-il en relations étroites avec :

- le marché financier ;
- le marché des changes ;
- le circuit du Trésor.

Pour les places financières organisées, les ressources qui viennent du marché des changes sont les plus importantes, en raison de la masse de capitaux flottants que les variations de taux d'intérêt ou les incitations purement spéculatives dirigent avec facilité. L'intérêt de ces capitaux pour les marchés monétaires est qu'ils sont indépendants des fluctuations

saisonnnières qui affectent les besoins des banques et qu'ils peuvent ainsi en assurer la compensation. En outre, ces capitaux s'offrent parfois pour des durées relativement longues, ce qui permet au marché monétaire de disposer de ressources consolidées et de pouvoir ainsi étaler les problèmes de liquidités dans le temps.

c) *Le marché monétaire comme lieu privilégié des interventions de l'Institut d'Emission.* — Dans tous les pays, l'Institut d'Emission joue un rôle sur le marché des liquidités. Il peut, s'il le désire, constituer lui-même un réservoir de liquidités qu'il met plus ou moins libéralement à la disposition du système bancaire, mais il peut choisir également d'intervenir sur le marché libre.

Dans ce dernier cas, son intervention se situe *ex post*, c'est-à-dire après que tous les mécanismes spontanés aient joué et l'action de la Banque centrale prend le caractère de « régulation monétaire », qui doit être normalement le sien.

Comme nous l'avons souligné en commençant, cette dernière fonction d'ajustement semble la plus importante. Il convient maintenant de reprendre ces différents éléments et de chercher à les retrouver dans le marché monétaire tel qu'il fonctionne sur la place de Paris.

---

## *Principales étapes de l'évolution du marché monétaire français*

Le marché monétaire est une institution très ancienne qui remonte aux origines de notre système bancaire. Or elle retire de ce passé une virtualité toute prête à se manifester, si la conjoncture lui devenait favorable.

Avant donc d'aborder les problèmes actuels, il nous a semblé indispensable de donner quelques indications sur les principales étapes de l'évolution du marché monétaire.

Le marché monétaire est une création spontanée du système bancaire français : apparu en même temps que les banques elles-mêmes, il tisse entre elles des liens de solidarité personnels. Ce trait n'a d'ailleurs jamais complètement disparu.

La deuxième phase date de 1926 : son institutionnalisation l'enrichit de tout ce qui fait la structure d'un marché ; des intermédiaires : les maisons de réescompte ; des instruments d'échange : les Bons du Trésor ; des opérations propres : la pension, etc.

La troisième phase voit son déclin : de 1945 à 1955 environ, le marché monétaire se rétrécit, devient marginal, certains auteurs nient presque son existence.

Il semble par contre que depuis quelques années le marché monétaire français retrouve une certaine importance dans les mécanismes financiers.

A | LES ORIGINES DU MARCHÉ MONÉTAIRE :  
LE « MARCHÉ HORS BANQUE »

Dès 1880, le système bancaire présente la physionomie que nous lui connaissons. Cette date marque une étape importante de l'histoire économique et sociale de notre pays. C'est la fin de la période d'essor industriel, qui, commencée au moment de la Restauration, fait d'elle un des pays les plus riches du monde.

L'organisation bancaire s'est créée empiriquement de façon parallèle, pour soutenir cet effort d'expansion et répondre aux besoins de crédit. Les anciens banquiers marchands sont, sous le nom de Haute-Banque, les pionniers de la finance. Ils souscrivent à tous les emprunts publics, financent toutes les opérations qui vont donner à la France son infrastructure moderne : routes, canaux, chemins de fer. Leur prestige est incontesté et leur crédit solide.

Il n'en est pas de même pour toutes les banques, dont beaucoup répondent à des nécessités locales et des besoins précis. La division des risques n'étant pas assurée, un grand nombre d'entre elles disparaît en 1848, d'autres sont secourues et deviennent les représentants locaux des banques plus puissantes.

Ces événements ayant entamé la confiance des déposants, il devient nécessaire de donner au crédit une assise plus solide. Les banques anglaises donnent l'exemple des banques par actions ; on va donc en créer sur ce modèle ; les actionnaires seront, pendant un certain temps, l'État, les banquiers de la « Haute-Banque » et des groupes financiers puissants. Les banques se spécialisent et parallèlement se créent les banques de dépôts et les banques d'affaires. La création du Comptoir National d'Escompte date de 1848 et celle de la Banque de Paris et des Pays-Bas de 1870. On imagine comment le jeu des conseils d'administration va tisser entre ces différents établissements des liens difficiles à démêler.

Ainsi, la deuxième partie du XIX<sup>e</sup> siècle a vu l'élaboration



et la mise en œuvre du capital national, la création et la différenciation du système de distribution de crédit.

L'année 1880 marque au contraire le début d'une période de stabilité et de bonne gestion de la richesse accumulée. Au chevalier d'industrie, au promoteur de grands travaux, succède le rentier. La société se rebâtit sur la richesse mobilière, et l'activité interne se ralentit. *Paris devient alors une des premières places financières* du monde et ceci pour deux raisons :

L'activité déployée par les capitalistes du XIX<sup>e</sup> siècle avait débordé le cadre national et s'était exercée en Algérie, en Europe centrale, au Moyen-Orient, tandis que le commerce international de la France était multiplié par quatre. Le revenu du capital accumulé afflue de tous les pays du monde.

L'activité nationale s'étant au contraire ralentie, l'épargne, ne trouvant plus de débouchés internes, s'investit de plus en plus à l'étranger. La France est donc normalement créancière du reste du monde et cette richesse mobilière alimente régulièrement les dépôts bancaires créant dans les établissements qui les reçoivent d'abondantes liquidités.

Là réside la faille du système bancaire français. Ces capitaux ne trouvent pas sur place d'emploi à court terme et ils vont s'investir sur la place de Londres où les attire le fructueux marché des acceptations. *Ainsi Paris, premier marché financier du monde, n'a pas de marché monétaire.* En échange, cette insuffisance structurelle de notre système bancaire explique qu'en cas de crise monétaire internationale le comportement des banquiers français peut peser de façon catastrophique sur l'équilibre de la livre, en aggravant tout malaise par des retraits massifs de fonds.

Qu'en est-il alors du *marché hors banque* que nous avons présenté comme l'amorce du marché monétaire ? Les auteurs les plus anciens qui se soient intéressés à l'organisation bancaire, Terrel et Lejeune qui écrivirent le premier manuel des opérations de banque, le décrivent de cette façon :

« Tout naturellement les banques ont été amenées à compenser entre elles... l'excédent des ressources et emplois... On appelle marché hors banque, marché privé, l'ensemble des opérations ainsi traitées en dehors de la Banque de France. »

Cette définition nous semble à beaucoup d'égards contestable. L'organisation d'un marché des excédents et des défi-

cits, à notre avis, ressortit d'une conception particulièrement évoluée de l'organisation bancaire, inconciliable avec la prolifération des petites banques qui existaient initialement. Nous avons vu au contraire comment s'étaient créés des liens de solidarité verticale entre certaines banques puissantes et des établissements secondaires qu'elles soutenaient plus ou moins, et des liens de solidarité horizontale entre des établissements présentant certaines affinités personnelles ou ayant des activités complémentaires. Cette tendance s'accroît avec la création des grands établissements de crédit, qui auront une importante clientèle de petites banques, auxquelles ils accorderont leur aide dans certaines limites.

*Les opérations du marché hors banque* sont dès lors très sommaires et s'effectuent parfois « en blanc » (1) ; le marché est cloisonné et limité.

En outre, il ne faut pas raisonner comme si toutes les banques usaient de la même façon du marché hors banque. Les grands établissements de crédit ne sont, pour leur prestige, jamais emprunteurs. Ceci limite considérablement la portée du marché.

Enfin, le marché n'est pas fermé ; y participent tous ceux qui font habituellement commerce de l'argent et qui ont provisoirement des fonds disponibles : les entreprises, les agents de change, les courtiers en bourses.

Les opérations du marché hors banque sont très sommaires. Outre les prêts en blanc dont nous avons parlé, on pratique l'escompte à trente jours de papiers privés, papier de haute banque ou de haut commerce, et une innovation introduite par la *Compagnie des Chemins de Fer*, la *pension* : cette dernière opération consiste en un escompte d'effet avec clause de rachat à échéance déterminée. Le marché disposait ainsi de fonds accumulés par cette entreprise pour effectuer des investissements ultérieurs, mais qui, pendant des délais relativement longs, demeuraient à la disposition du système bancaire.

Ainsi, par la diversité de ses participants et l'origine de ses ressources, le marché hors banque assurait la communication des marchés de capitaux à court et à long terme.

Pourtant, comme nous l'avons vu, il ne faut pas se faire

(1) C'est-à-dire, sans contre-partie.

d'illusion sur l'intérêt de l'institution qui n'absorbe qu'une frange des disponibilités mises à sa disposition, et les places étrangères héritent de la majeure partie des liquidités formées. Une conjoncture internationale particulièrement favorable à la France va inciter les autorités monétaires françaises à pallier cette insuffisance.

## B | L'INSTITUTIONNALISATION DU MARCHÉ MONÉTAIRE

La guerre de 1914, l'abandon de l'étalon-or, la stabilisation du franc en 1928, sont autant d'événements qui vont permettre de donner au marché monétaire sa forme actuelle.

### I | LES CONSÉQUENCES DE LA GUERRE

Pour soutenir son effort de guerre et amorcer la reconstruction, le gouvernement avait utilisé une pratique devenue courante depuis : l'émission de bons à court terme, les Bons de la Défense nationale. Or pour le système bancaire lui-même, ces bons venaient à point pour remplacer de façon avantageuse les effets privés et les acceptations de banques totalement défaillants pendant la période des hostilités. Les bons représentent un placement rentable et parfaitement sûr ; ils deviennent très vite l'instrument d'échange privilégié du marché monétaire. Les banques souscrivent donc un volume important de ces bons dont elles apprécient la qualité, la liquidité, la diversité des échéances, la rentabilité. Le marché monétaire va, dès lors, connaître un développement sans précédent.

A côté des ventes pures et simples de bons, se généralisent les opérations de pensions qui ont le très grand avantage de ne pas engager les banques dans des opérations définitives. Il est en effet plus intéressant pour elles de conserver jusqu'à l'échéance leurs effets afin de bénéficier de taux de rentabilité avantageux. La pension permet à un établissement momen-

tanément gêné de se procurer des liquidités en se privant temporairement d'effets dont il reprend possession à l'échéance. On ne parle pas de prêts gagés, car cette opération serait soumise à une taxe qui la rendrait trop onéreuse.

Tout est mis en œuvre pour que les opérations sur bons soient facilitées. La Caisse des Dépôts et Consignations qui dispose, dès cette époque, de fonds considérables est autorisée à intervenir sur le marché monétaire en pensionnant les bons à un taux légèrement inférieur au taux d'escompte.

Enfin, en 1935, l'Institut d'Emission lui-même peut accorder des *avances de cinq à trente jours sur effets publics à moins de deux ans d'échéance*, et en même temps décide d'*escompter des Bons du Trésor*. (Ce nouveau nom avait été donné aux effets représentant la dette à court terme de l'Etat, en 1932.)

Mais un autre facteur était intervenu qui explique également pourquoi, au cours de la même période, on a assisté à un aménagement de la structure bancaire destiné à procurer un emploi aux disponibilités à court terme. De 1926 à 1935 environ, les banques françaises ont vu leur liquidité sans cesse favorisée par une spéculation mondiale en faveur du franc.

## II | LA STABILISATION POINCARÉ

Rappelons brièvement les faits. L'inflation généralisée des années de guerre avait obligé toutes les grandes monnaies à se détacher de l'étalon-or. Mais l'édifice mondial du crédit reposait sur lui. Les conséquences nationales sont désastreuses mais plus encore les conséquences internationales. Le jeu des flux et reflux de capitaux réglés antérieurement par les mécanismes stabilisateurs de l'étalon-or semble s'emballer, tandis que diverses illusions, dont la croyance que les dettes de guerre seront honorées, empêchent toute rigueur financière.

C'est alors que la France réussit en pleine période de changes erratiques, et tandis que Londres avait déjà redonné une définition légale nouvelle à la livre, à stabiliser sa monnaie « en fait », et pendant deux années entières. Dès l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement d'union nationale ayant à sa tête Poincaré et sans qu'intervienne une décision officielle, le franc

se stabilise et la spéculation mondiale joue en sa faveur (1). Cette spéculation détourne de Londres les capitaux flottants et en particulier les avoirs à court terme des banques françaises qui y étaient placés. La technique de l'opération était simple. Conformément aux principes préconisés par la Conférence de Gênes qui inventa le Gold Exchange Standard, la Banque de France se déclara acheteuse à taux fixe d'or et de devises en contrepartie desquelles elle émit des francs.

On attendra pourtant 1928 pour donner au franc une nouvelle définition légale. Qu'il y ait eu manœuvre déterminée des autorités monétaires jugée profondément déloyale à l'étranger, ou timidité des réformateurs peu sûrs des résultats de leur politique, il reste que l'afflux de capitaux récompensa cette stratégie monétaire et qu'en deux ans la livre se déprécia profondément par rapport au franc.

La grande naïveté des responsables de la politique monétaire de la France fut de croire que cette situation était irréversible et que les courants de capitaux à court terme seraient définitivement canalisés en grande partie sur la place de Paris. On décida de les y retenir désormais par la création d'une organisation calquée sur celle de la Cité et qui portait en elle un véritable marché monétaire. Ainsi par un accident de conjoncture qui en soi n'eut pas de conséquence durable puisque la surliquidité des banques françaises disparut avec la prise de pouvoir du gouvernement de Front Populaire, la France fut dotée d'une organisation qui la rend éventuellement capable de devenir un jour une « place monétaire » dans tous les sens du mot.

Cette organisation comporte la création de *maisons de réescompte* qui devaient servir d'intermédiaire pour les opérations du marché monétaire. Rappelons, en effet, que les transactions du marché hors banque étaient limitées par les relations purement personnelles qu'entretenaient les divers organismes bancaires. Pour universaliser le marché, il fallait donc substituer à la structure ancienne un véritable marché qui permettrait la collecte la plus complète et la plus rapide possible de toutes les disponibilités liquides, afin que fût réalisé au meilleur coût le rééquilibre des trésoreries des établissements

(1) Nous retrouvons après 1958 une situation comparable.



déficitaires, tandis que les banques excédentaires auraient la possibilité de toucher un intérêt qui leur assurerait une rentabilité optimale pour des capitaux sans cela improductifs.

Une deuxième raison présida à la création de la première maison de réescompte : la Compagnie Parisienne de Réescompte instituée sous l'égide de la Banque de France. Celle-ci devait soutenir le marché des acceptations de la Banque française d'acceptation nouvellement créée (1926). Cette dernière ne put malheureusement jouer le rôle que l'on ambitionnait pour elle, car cette forme d'opération était totalement étrangère à la France et le réseau mondial qu'il devenait nécessaire de mettre sur pied pour commencer à fonctionner n'était pas mis en place au moment où les capitaux se détournèrent de la place de Paris.

Les opérations que développèrent, dès leur apparition, les maisons de réescompte furent les *pensions de bons du Trésor*, dont elles s'étaient très vite procuré de gros portefeuilles. Leur activité consista essentiellement à emprunter en pensionnant leurs bons et à prêter des liquidités aux organismes bancaires. On voit tout de suite combien *cette activité est régulatrice* pour le marché monétaire.

Lorsque le système bancaire dans son ensemble disposait de liquidités, le taux du marché monétaire pouvait baisser, entraînant ainsi une sortie de capitaux. Au contraire, les maisons de réescompte continuaient à emprunter pendant ces périodes, ce qui contribuait à maintenir les taux. En période de pénurie, ou tout simplement de tension, elles régularisaient le marché en sens inverse en empruntant au marché les fonds ainsi accumulés.

En dehors de ces opérations, elles pouvaient intervenir comme simple intermédiaire entre les organismes bancaires pour assurer l'anonymat des opérations.

Nous avons dit et nous verrons dans le chapitre suivant que les marchés monétaires étaient profondément dépendants de la structure du crédit de chaque pays. La création de maisons de réescompte calquée sur le modèle de *Brookers* londoniens ne pouvait pas donner les résultats espérés. En France, la pratique de l'escompte limite considérablement leur champ d'activité. En effet, ces maisons ne pouvaient diriger le marché qu'autant que le taux de ce dernier ne dépassait pas le taux

d'escompte. A partir du moment où ce fait se produisait, le marché entraît « en banque » et le marché monétaire ne pouvait plus fonctionner à moins que l'Institut d'Emission ne refusât des liquidités aux banques qui s'adressaient directement à lui, c'est-à-dire dans des cas exceptionnels. On peut donc dire que l'existence du marché monétaire en France dépend de la liquidité du système bancaire tout entier. A partir du moment où celle-ci disparaît, l'institution, si elle survit, végète ou change de visage. Au contraire, au Royaume-Uni tout concourt à faire des *Brookers* les maîtres du marché monétaire. Nous savons que depuis l'adoption du *currency-principle* aucun organisme bancaire n'est habilité à s'adresser à l'Institut d'Emission pour se procurer des liquidités, à l'exception toutefois des maisons de réescompte qui sont seules autorisées à réescompter des effets bancables.

Par ailleurs, les maisons de réescompte anglaises reçoivent en dépôts les avoirs à court terme des banques commerciales.

Elles disposent ainsi d'une masse importante d'avoirs liquides et de toute la liquidité potentielle, c'est-à-dire de tout recours éventuel à l'Institut d'Emission.

Cette deuxième ressource manque également à nos maisons de réescompte qui, même si elles sont classées parmi les banques, ce qui n'était pas il y a encore peu de temps le cas pour toutes, ne peuvent recevoir de dépôts que dans des proportions assez restreintes.

Faut-il conclure qu'une telle organisation est inutile en France ? Ce serait méconnaître les mutations que peuvent subir toutes les créations humaines qui, par une adaptation incessante et une recherche empirique de leurs fins réelles, permettent de donner sa place à toute institution utile.

Ainsi, avec la disparition de la liquidité bancaire provoquée par le reflux des capitaux à court terme étrangers, nous voyons progressivement disparaître l'alimentation du marché monétaire. Les autorités monétaires ne renoncent pourtant pas à cette institution sur laquelle ils avaient fondé tant d'espoir et, par le *décret-loi du 17 juin 1938*, autorisent la Banque de France à acheter des effets publics à court terme et à les revendre sans endos, l'intention étant « d'agir sur le volume du crédit et de régulariser le marché monétaire ». Passons sur le premier terme qui semble une fois de plus emprunté à la terminologie

anglo-saxonne, où, en effet, le système de l'*open-market* fonctionnait depuis plusieurs années. Plus modestement, ce décret autorise l'Institut d'Emission à fournir aux banques des liquidités nouvelles en achetant des bons sur le marché pour pallier rapidement un resserrement brutal de liquidité. Nous aurons l'occasion de revenir sur la manière dont les possibilités offertes à la Banque de France furent utilisées depuis son institution.

Il nous faut maintenant aborder l'étude de la troisième phase de l'histoire du marché monétaire.

Notons que les *conditions qui permettent à un marché monétaire de fonctionner sont désormais réalisées* :

- 1<sup>o</sup> La liquidité bancaire est assurée au moins dans une proportion importante sans que l'Institut d'Emission intervienne ;
- 2<sup>o</sup> Une organisation assure la rapidité des transactions ;
- 3<sup>o</sup> Des opérations rentables s'offrent aux prêteurs.

Nous insistons sur ce dernier point, moins évident que le premier. Pour que les liquidités restent sur une place monétaire, il convient qu'elles trouvent sur place une possibilité de se placer de façon rentable. Cet élément avait disparu avec le contrôle rigide des changes ; il revient au premier plan dès que l'on rétablit la convertibilité complète de la monnaie.

## C | LE MARCHÉ MONÉTAIRE DE 1945 A 1955

Pendant les années de guerre, où des pressions artificielles sur la demande empêchèrent la hausse des prix, la liquidité bancaire souffrit d'autant moins que l'activité économique étant très ralentie, les demandes de crédit étaient inexistantes.

Après 1945, la reconstruction mobilise toutes les ressources financières possibles, tandis que l'explosion de la demande et la libération des prix déclenchent un processus inflationniste qui ne prendra fin qu'en 1958. Tandis que la monnaie perd progressivement une grande partie de son pouvoir d'achat, la demande de crédit est énorme. L'inflation désavantage sans cesse les prêteurs et les banques voient progressivement disparaître leur liquidité. Le financement de l'économie

s'effectue de plus en plus sur les ressources monétaires et l'Institut d'Emission, par le volume de monnaie qu'il accepte de créer (ou qu'il est contraint de créer), devient l'unique pourvoyeur de liquidité. Pendant toute cette période, le marché monétaire vit au ralenti. Il assure la compensation préalable des paiements entre banques, leur permettant ainsi de venir à l'escompte pour des montants moins importants. En outre, les petites banques étant de loin les plus endettées viennent s'y procurer quelques disponibilités dont les grandes institutions de crédit peuvent disposer pendant des périodes creuses où leurs trésoreries sont normalement allégées. Enfin, l'existence d'une organisation permet de drainer facilement toute ressource nouvelle qui pourrait se manifester chez les prêteurs structurels et permet à des organismes, disposant d'un important volant de trésorerie, comme la Caisse des Dépôts et Consignations, d'y présenter leurs fonds entre deux placements.

Pour justifier le maintien de cette institution, on voit naître une nouvelle conception du marché monétaire qui constitue le point chaud du déséquilibre bancaire (1), le lieu où se manifeste plus rapidement la tension des taux. Le taux du marché monétaire devient le baromètre de l'activité bancaire et des commentateurs économiques et chroniqueurs boursiers, aux plus hautes instances économiques, s'intéressent aux sursauts journaliers de cet indicateur de conjoncture.

Quoi qu'il en soit, le marché monétaire est marginal ; ce n'est qu'un rouage secondaire dans l'aménagement de la liquidité bancaire dont l'essentiel se réalise auprès de l'Institut d'Emission. Entre 1945 et 1955, la distribution de crédit est financée par l'inflation, sous sa forme première d'inflation monétaire. Quant à la hausse des prix qui en est la conséquence, elle empêche les banques de disposer des liquidités ainsi formées et sans cesse dévaluées. Pendant dix années, la distribution de crédit a reposé sur les facilités de toutes sortes offertes aux banques par les organismes de réescompte, pour l'ajustement de leur trésorerie. Dans de telles circonstances, il n'y a rien d'étonnant à ce qu'un marché libre des liquidités ne puisse se former.

La stabilité monétaire est la première condition indis-

(1) J. DENIZET, La monnaie, in *Encyclopédie française* (vol. IX).



pensable à la formation d'un marché monétaire. Pour qu'il y ait un marché des liquidités, il faut avant tout que les ressources des banques matérialisées par leurs dépôts ne soient pas sans cesse dévaluées par la hausse des prix et que leurs créances ne soient pas remboursées en unités monétaires dépréciées. De telles circonstances obligent les autorités monétaires à intervenir pour assurer l'équilibre du système bancaire.

Actuellement, les conditions dans lesquelles se réalise l'équilibre du système bancaire se sont modifiées. Certains auteurs veulent ignorer la différence des situations bancaires de 1965 et de 1955. Ils ne considèrent que « l'endettement des banques » pour en conclure qu'il y a peu de chances que le système bancaire dans son ensemble retrouve une liquidité suffisante pour permettre la reconstitution « d'un marché monétaire ».

Ce faisant, ils ignorent les mutations de structure qui se sont opérées depuis dix ans dans le système bancaire. Nous voulons au contraire démontrer dans cette étude que les conditions dans lesquelles se rétablit à l'heure actuelle la liquidité bancaire sont profondément différentes de celles qui présidaient aux destinées des organismes bancaires en 1955. Sous la pression constante des autorités monétaires, les banques ont réappris une certaine liberté. Les méthodes mêmes, utilisées par l'Institut d'Emission pour apporter son concours aux trésoreries défaillantes, se sont progressivement transformées, et l'on reparle de marché monétaire à l'échelon le plus élevé, celui des décisions publiques : il faut donc remettre en question tous les préjugés que tant d'années de contrôle du crédit nous ont inculqués.

Mais en niant la « renaissance du marché monétaire », on méconnaît en outre profondément la portée de cette institution en la confondant avec une vision idéale, celle d'une organisation bancaire où des liquidités abondantes permettraient aux banques de ne jamais avoir à s'adresser à l'Institut d'Emission. Or, cette vision, lorsqu'elle s'applique au marché français, est aussi démondée que possible. Comment peut-on l'envisager alors que c'est l'accroissement du crédit qui commande l'accroissement de la masse monétaire et non plus le volume de l'épargne qui conditionne le volume des crédits ? Les liquidités abondantes de la période de l'entre-deux-guerres correspondaient à une stagnation économique, l'absence de



liquidité de l'heure actuelle correspond à l'expansion monétaire qui trouve sans cesse son fondement dans l'émission de monnaie fiduciaire. Il ne faut pas en incriminer notre système d'émission et y voir une faiblesse que ne connaît pas, par exemple, le système anglais de distribution du crédit. Si, en Angleterre, seuls les *Brookers* ont accès au réescompte, alors qu'en France toutes les banques y ont accès, si en France la proportion de billets dans la circulation monétaire est supérieure à celle du Royaume-Uni, ce sont là des différences formelles qui ont leur importance, mais qui ne conditionnent pas l'existence ou la non-existence d'un marché monétaire.

En outre, notre étude historique nous a permis de constater que d'abondantes liquidités n'avaient pas fait de Paris, avant et après 1914, une place monétaire, à quelque titre que ce soit. Quant à l'activité dont Londres s'enorgueillit, elle repose sur sa remarquable organisation et sa capacité étonnante d'attirer les capitaux à court terme du monde entier. Sa liquidité est en fait celle des autres pays, la France comprise.

Il faut donc, là encore, oublier des conceptions trop bien ancrées dans les esprits dès que l'on prononce le nom de marché monétaire, et qui identifient celui-ci à notre ancien « marché hors banque » dont nous avons montré l'intérêt limité.

L'objet de notre deuxième chapitre a essentiellement consisté à faire une mise au point sur ce sujet. Nous allons maintenant étudier l'intégration du marché monétaire dans la structure financière française.

# *L'organisation et le fonctionnement du marché monétaire français contemporain*

## A | LA STRUCTURE DU MARCHÉ

Le marché monétaire comprend des agents autonomes et concurrents, ce qui n'exclut entre eux ni certaines complémentarités, ni certaines aires d'influence. Au fur et à mesure de leur étude, nous insisterons sur l'origine de leurs ressources et sur leur place dans le circuit bancaire.

### I | LES CONDITIONS D'ACCÈS AU MARCHÉ

#### *1 – Le principe de la limitation*

En France, seuls les organismes dont la liste est limitativement fixée par une disposition législative sont autorisés à intervenir sur le marché monétaire.

Celui-ci a donc, en France, le caractère d'un marché de « professionnels », c'est-à-dire qu'il est réservé malgré certaines extensions récentes aux organismes ayant des activités bancaires.

Il est facile de retrouver dans la conjoncture des années 40 l'origine de cette limitation (1). Pendant la période des hosti-

(1) R. CASSOU, *Le fonctionnement du marché monétaire de Paris* (1947).

lités, en raison du marasme économique général, les entreprises disposaient de fonds de roulement exagérément importants. De crainte qu'elles ne pensent à les utiliser pour faire pression sur le système bancaire en exigeant de forts taux d'intérêt, les autorités monétaires interdirent la rémunération des taux d'intérêt créditeur.

Ainsi, seuls les mouvements de fonds entre banques purent dès lors faire l'objet d'échanges rémunérés.

## 2 — L'évolution récente

Devant l'extension prise par le marché monétaire au cours des dernières années, il parut opportun d'en réglementer de façon plus précise les conditions d'accès. Ce fut l'objet d'une décision de caractère général prise par le Conseil National du Crédit en mars 1966 (1).

L'article 1<sup>er</sup> de cette disposition stipule effectivement que : « Les entreprises habilitées à traiter des opérations sur le marché monétaire sont :

« — Les banques inscrites ;

« — Les établissements financiers enregistrés à titre principal ;

« — Les banques dotées d'un statut légal spécial et les établissements publics ou semi-publics de caractère financier... ;

« — Les agents de change et leur chambre syndicale. »

« L'élargissement » du marché monétaire proprement dit procède de la mise en place du marché hypothécaire, devenu depuis 1966 un nouveau compartiment du marché monétaire, et pour lequel une décision à caractère général ultérieure du Conseil National du Crédit (9 novembre 1966) précise que, quoique ces transactions ne puissent s'effectuer qu'entre les participants au marché monétaire, « cette prescription ne s'applique *ni aux sociétés d'investissements, ni aux sociétés d'assurance, de capitalisation, de réassurance, de prévoyance et de retraite...* »

On assiste ainsi à un élargissement des ressources potentielles du marché monétaire : il s'agira d'examiner si cette ouverture lui apporte des ressources nouvelles.

(1) XX<sup>e</sup> Rapport du C.N.C., p. 28 (annexes).

*3 - Appréciation du principe de la limitation  
et des réformes récentes*

Dans la plupart des pays, le marché monétaire est ouvert à l'ensemble des unités économiques détentrices de capitaux ; les unités de production y sont donc admises. On peut se demander si la limitation décidée sous l'influence de la conjoncture de guerre est encore opportune à l'heure actuelle.

Les banques sont en général hostiles à l'élargissement du marché monétaire et n'apprécieraient pas de nouvelles extensions.

Elles considèrent en effet qu'une mesure qui intégrerait d'autres agents (et par exemple des entreprises) au marché, ne leur apporterait pas de capitaux nouveaux, mais transformerait les dépôts de ces mêmes organismes en prêts sur le marché monétaire, de sorte qu'elles seraient obligées de payer un prix plus élevé mais ne disposeraient pas de liquidités supplémentaires.

On peut tout de même leur objecter : tout d'abord, que dans la conjoncture actuelle ce sont les entreprises qui dépendent des banques pour leur liquidité plutôt que l'inverse ; en second lieu, que le niveau très élevé de la transaction moyenne sur le marché monétaire n'est pas à la portée de la plupart des entreprises dont les fonds de roulements sont faibles ; enfin, que lorsque certaines entreprises de production disposent d'encaisses importantes pour de brefs délais, elles s'empressent souvent de les placer sur le marché monétaire international, privant le marché français d'un appoint important.

Les compagnies d'assurances disposent et gèrent des fonds importants ; elles peuvent donc éventuellement négocier certains de leurs actifs pour les placer sur le marché monétaire si le taux de ce dernier rend l'opération intéressante. Il en serait de même pour certaines entreprises nationales ou même internationales.

Ainsi, l'élargissement du marché serait de nature à lui assurer des ressources d'appoint en période de crise de liquidité.

Cette mesure n'est en principe pas contraire à l'esprit des réformes actuelles qui tendent à libéraliser progressivement son fonctionnement. Néanmoins, on pourrait craindre que les

entreprises, qui sont actuellement très endettées à l'égard du système bancaire, ne désirent intervenir à leur tour comme emprunteuses et c'est la raison pour laquelle il ne semble pas possible aujourd'hui de leur permettre d'intervenir sur le marché monétaire.

## II | L'ORIGINE DES RESSOURCES | DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Nous avons déjà dit que le marché monétaire était l'émanation du système bancaire tout entier, quoiqu'il puisse théoriquement recueillir des ressources extra-bancaires d'importance marginale.

Après avoir précisé la situation des différents intermédiaires financiers sur le marché monétaire, nous procéderons à une synthèse des diverses ressources possibles du marché.

### *1 - La situation des différents intermédiaires financiers à l'égard du marché :*

Nous distinguerons trois cas :

a) *Les intermédiaires qui interviennent sur le marché de façon régulière.* — La plupart des auteurs les subdivisent en emprunteurs structurels, prêteurs structurels et organismes dont l'activité s'exerce dans les deux sens.

— *Les prêteurs structurels* sont les caisses de Crédit Agricole du secteur bancaire, les banques de Crédit Populaire et les banques étrangères.

— *Les emprunteurs structurels* sont les banques d'affaires et les maisons de réescompte.

— *Les établissements qui interviennent dans les deux sens* sur le marché sont les banques de dépôts, essentiellement les grands établissements de crédit.

b) *Les intermédiaires financiers qui n'interviennent pas sur le marché.* — Certains intermédiaires financiers n'interviennent pas sur le marché monétaire. C'est généralement parce qu'ils



ne le peuvent pas : beaucoup de petites banques, ou de banques très spécialisées, sont dans ce cas. Leur surface financière restreinte ne leur permet pas d'intervenir directement sur le marché monétaire en raison de la valeur élevée de la transaction moyenne. Elles ne peuvent pas, par exemple, fournir en contrepartie des effets d'un montant nominal suffisamment élevé.

Ceci explique que les grands établissements de crédit assurent la trésorerie d'un grand nombre de petites banques. Celles-ci ne sont jamais représentées directement sur le marché monétaire, mais leur poids est intégré aux interventions des grandes banques qui les protègent.

c) *Les intermédiaires financiers qui interviennent de façon irrégulière sur le marché monétaire.* — La Caisse des Dépôts, le Crédit Foncier, la C.N.M.E. et le Crédit National sont habilités à intervenir sur le marché monétaire. Leurs interventions sont très irrégulières, car ils appartiennent essentiellement au circuit du Trésor public dont ils assurent en partie l'équilibre. Depuis 1964, leurs interventions étaient relativement réduites, mais l'institution récente du marché hypothécaire dont le Crédit Foncier s'est engagé à soutenir les cours, les adjudications récentes de Bons à Sept ans du Crédit Foncier, que la Caisse des Dépôts pourrait éventuellement accepter de pensionner en cas de crise de liquidité, l'éventuelle reprise du compartiment des Bons du Trésor sur lesquels ces organismes avaient jadis coutume d'intervenir, sont autant d'éléments qui permettent de penser que, dans l'avenir, les organismes du secteur public pourraient de nouveau jouer un rôle important sur le marché monétaire.

## 2 — *Les ressources internes du marché monétaire*

La conséquence de ce que nous venons de dire est que les ressources du marché monétaire sont essentiellement apportées par des organismes qui ont eux-mêmes comme ressource :

- des dépôts à vue ;
- des dépôts d'épargne liquides ;
- des dépôts étrangers ;
- des épargnes.

a) *Les dépôts à vue* sont des avoirs liquides déposés par les particuliers et les entreprises ; ils varient avec les nécessités de l'activité économique, mais également en fonction d'un besoin spécifique d'encaisse monétaire. Mais on ne peut juger convenablement de leur importance pour les banques qu'en connaissant leur origine. Les dépôts sont en effet en grande partie la création des banques elles-mêmes, puisqu'elles possèdent un pouvoir de création monétaire ; ils représentent une proportion des crédits qu'elles consentent : aussi l'accroissement des dépôts n'est-il en soi un facteur favorable que si le rapport  $\frac{\text{Dépôts}}{\text{Crédit}}$ , croît également, c'est-à-dire si la capacité

de financement des banques augmente. Nous retrouverons ce problème dans notre deuxième partie, mais il était important ici de distinguer les deux cas suivants :

— L'accroissement des dépôts coïncide avec un accroissement du rapport  $\frac{\text{Dépôts}}{\text{Crédit}}$  et les ressources des banques sont réellement accrues.

— La croissance des dépôts coïncide avec une diminution du rapport  $\frac{\text{Dépôts}}{\text{Crédit}}$ , et les ressources des banques sont accrues en nominal, mais diminuées en termes réels.

b) *Les dépôts d'épargne*. — Il faut accorder une grande attention à cette seconde ressource des banques dont l'importance est liée à la fois à la croissance de la masse monétaire et à la préférence pour la liquidité.

Dans son étude de la préférence pour la liquidité, A. Chaigneau (1) a en effet noté que la quasi-monnaie joue un rôle d'autant plus important que l'économie des pays est plus liquide. Ce concept de liquidité de l'économie, que nous retrouverons à plusieurs reprises dans cette étude, s'exprime par le rapport des avoirs monétaires et des épargnes liquides au produit national. A l'intérieur de ce rapport, on constate que le volume de quasi-monnaie croît lui-même plus que proportionnellement au volume des liquidités totales ; cela signifie

(1) *La demande d'encaisse monétaire*, Cujas (1964).

que dans les pays comme la France, où l'on constate depuis quelques années un fort accroissement de la masse monétaire, d'une part, de l'ensemble des liquidités, d'autre part, le volume de l'épargne liquide va constituer une ressource nouvelle pour les banques, ressource particulièrement favorable en raison de sa stabilité et du faible coefficient de réserves qui lui est appliqué.

Un train de réformes a progressivement permis aux banques de dépôts françaises d'accéder à cette nouvelle ressource. Contribuant à assurer l'équilibre du système bancaire, elle aura une grande importance pour notre étude.

c) *Les dépôts en France des étrangers et les dépôts en devises des banques françaises.* — Cette catégorie de ressources des banques de dépôts peut être particulièrement importante sur les places financières internationales qui, à un titre ou à un autre, attirent les capitaux étrangers. En France, les dépôts en monnaie étrangère et les dépôts d'origine étrangère sont assez importants. Nous aurons l'occasion d'en faire l'analyse dans notre quatrième partie.

d) *Les épargnes proprement dites.* — Enfin, nous avons pu constater qu'une partie des ressources des banques était constituée d'épargne à moyen et long terme.

Mais il ne semble pas qu'en France le marché financier puisse constituer un appoint au marché monétaire comme aux Etats-Unis, le taux d'intérêt des capitaux à long terme y étant trop élevé, et le marché financier lui-même étant insuffisamment alimenté. De sorte que si la communication existe, elle est plutôt en sens contraire (1).

(1) Sur cet aspect du rôle des intermédiaires financiers, un communiqué de l'O.C.D.E. du 12 septembre 1967, rapporté dans *Problèmes économiques* du 23 novembre 1967 : « Les intermédiaires financiers de toute nature ont un rôle primordial dans la collecte de l'Epargne. Il leur appartient d'offrir tous les types de placements désirés par la clientèle. Ils doivent être mis en mesure de procéder à la transformation de l'Epargne liquide en placement à plus long terme, dans les limites compatibles avec la sécurité du système financier. Cette transformation est d'autant plus nécessaire que la préférence du public pour les placements relativement liquides ne semble pas diminuer. »

## III | L'ORGANISATION DU MARCHÉ

Nous allons rechercher ici si l'organisation actuelle du marché monétaire français permet la collecte de tous les fonds liquides disponibles du territoire.

*1 - Localisation du marché*

Un auteur a parlé de « localisation immatérielle » (1) qui s'effectue par le canal des relations téléphoniques établies entre les principaux acteurs.

En fait, la localisation n'est pas nécessaire pour caractériser un marché : il suffit que la publicité des offres, des demandes et des prix soit faite de façon suffisamment efficace, et que le prix finalement adopté soit unique.

Dans le cas du marché français, on ne peut pas dire que l'ensemble des offres et des demandes de capitaux soient connues, car un certain nombre d'opérations s'effectue au sein de circuits particuliers constitués par des réseaux dont nous donnons une description schématique (2). Néanmoins, il est évident que la masse des offres et des demandes connues, celles qui parviennent jusqu'au réseau des intermédiaires, représentent la physionomie exacte du marché.

Nous parlerons plus tard du rôle de ces intermédiaires, mais on peut déjà dire que ce sont eux qui donnent au marché de Paris une « existence » que nul autre marché européen ne possède.

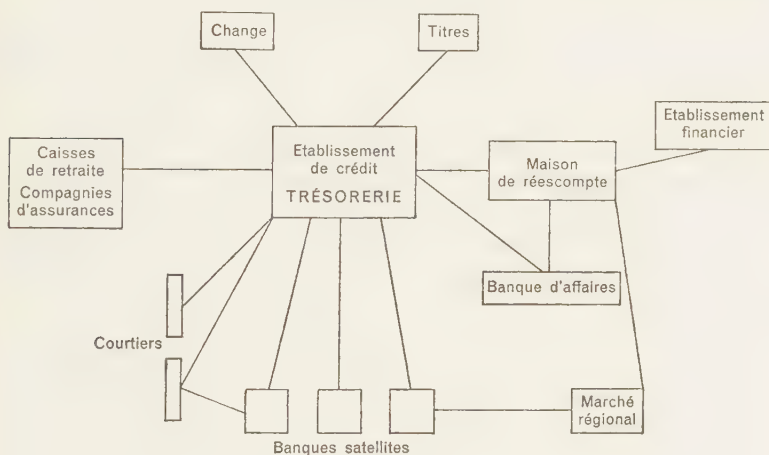
On peut enfin parler des marchés régionaux. Trois maisons d'escompte furent constituées pendant la guerre ; deux d'entre elles s'installèrent à Lyon et Marseille et les marchés régionaux s'organisèrent autour d'elles. Ils présentent le double avantage de prospecter la clientèle des petites banques locales et d'effectuer des compensations préalables. Loin de retarder la circulation des capitaux à court terme, ils l'accélérent en regroupant les offres et les demandes et l'accroissent en permettant à des banques qui n'auraient pas accès au marché de Paris d'intervenir.

(1) R. CASSOU, *Le fonctionnement du marché monétaire français* (1947).

(2) Voir p. 57.

## 2 - Le cloisonnement du marché

Le schéma suivant nous montre qu'une grande banque, par exemple un établissement de crédit comme le Crédit Lyonnais, a une clientèle de banques satellites et assure la Trésorerie non seulement de ses agences, ce qui est normal, mais de banques régionales, locales ou spécialisées qui, à un titre ou à un autre, méritent sa protection.



*Réseau de trésorerie particulier du marché monétaire*

En outre, le même Crédit Lyonnais participe par certains de ses administrateurs à la gestion de certaines banques d'affaires et de certaines maisons d'escompte. Celles-ci à leur tour peuvent être liées à des établissements financiers, etc.

Les maillons successifs de la chaîne des relations personnelles permettent des échanges de capitaux à l'intérieur d'une aire de circulation réduite.

Que doit-on penser de cet état de choses ? A notre avis, il n'empêche pas, bien au contraire, le fonctionnement du marché. L'interposition du Crédit Lyonnais permet de réaliser un beaucoup plus grand nombre d'opérations. L'organisation administrative de cet établissement de crédit lui donne accès



à des sources de renseignements que n'ont pas les autres banques ; par ailleurs, sa garantie permet des opérations qui exigent la confiance réciproque des parties. Enfin, il dispose, en raison de sa qualité, à la fois de la plus grande partie des ressources réelles ou potentielles et des instruments d'échanges. Il est donc mieux « outillé » pour intervenir sur le marché monétaire.

Enfin, il constitue un « relais » qui simplifie le mécanisme du marché. Et les mêmes observations que nous avons faites pour les marchés régionaux peuvent être reprises.

### 3 - Les compartiments du marché

Le mot de « compartiment » est employé dans deux sens différents. Il désigne parfois les négociations qui s'effectuent sur une même catégorie de « papier ». A d'autres moments, on appelle « compartiment » la catégorie de capitaux qui s'échangent sur le marché. C'est dans ce sens que nous l'utiliserons ici.

Très récemment encore, le marché ne comprenait qu'un compartiment, celui des capitaux de *trésorerie interne*. Mais, depuis le début de l'année 1967, le *compartiment des changes* a été à l'origine de transactions nombreuses ; la *création du marché hypothécaire* donne une nouvelle dimension au marché ; enfin, le *compartiment financier* peut dans un proche avenir faire l'objet de transactions.

Toute extension des sources extra-bancaires des banques est de nature à leur assurer une meilleure alimentation en période de pénurie et des possibilités de placements en période de liquidité (l'introduction d'un certain nombre de Bons à Sept ans du Crédit Foncier dans le marché monétaire l'a par exemple doté d'un instrument nouveau dont les qualités sont très prisées par les banques).

Nous croyons avoir montré dans cette première section comment le marché monétaire français permet et organise les échanges de liquidités ; nous allons maintenant entrer plus avant dans le marché et étudier le rôle des intermédiaires eux-mêmes.

## B | LES INTERMÉDIAIRES DU MARCHÉ MONÉTAIRE

### I | LES MAISONS DE RÉESCOMPTE

Les Maisons de Réescompte sont des banques dont l'activité consiste à emprunter sur le marché monétaire à échéances de 1 jour, 1 mois ou 1 an pour reprêter ces fonds sur le même marché à échéances de 1 mois, trois mois ou trois ans.

Ainsi, le rôle de ces organismes consiste à assurer « la transformation » des échéances telle que nous l'avons précédemment définie...

La simplicité apparente de cette définition permet néanmoins de saisir l'essence de l'activité des Maisons de Réescompte et d'apprécier le rôle qu'elles jouent sur le marché monétaire.

Nous étudierons successivement :

- leur création ;
- le rôle des Maisons de Réescompte ;
- le bilan des Maisons de Réescompte ;
- l'activité qu'elles entretiennent sur le marché.

Nous en tirerons ensuite des conclusions sur leur situation exacte dans l'organisation monétaire française.

#### *1 - La création des Maisons de Réescompte*

Elles furent créées sur le modèle des Discount-Houses londoniennes. Celles-ci représentent à elles seules le marché monétaire de Londres et un auteur anglais (1) a pu écrire que, dans la conception anglaise type, le marché monétaire pouvait se définir comme l'ensemble des relations entre les « Discount-Houses » et les banques.

Nous avons déjà vu les raisons de la création de la Compagnie Parisienne de Réescompte en 1928. Son activité fut momenta-

(1) J. S. G. WILSON, *op. cit.*

nément stoppée par la crise, mais reprit de l'ampleur après la décision de la Banque de France en 1935 de soutenir le marché. Après cette date se constituèrent successivement :

- en 1937 : la Banque d'Escompte ;
- en 1938 : la Caisse Centrale de Réescompte ;
- en 1940 : la Société Privée de Réescompte ;
- en 1942 : l'Union d'Escompte ;
- en 1944 : la Caisse de Gestion Mobilière et la Maison Morhange Frères & C<sup>ie</sup>.

Il y a donc sept Maisons de Réescompte françaises. Nous pouvons être amenés à nous demander si ce nombre ne divise pas le marché en zone d'influence comme par le passé.

Nous constatons par exemple que la Caisse Parisienne de Réescompte fut créée avec la participation de quelques maisons de Haute Banque (Mallet et Neuflyze), la Caisse Centrale de Réescompte par la Banque de Paris et des Pays-Bas et la Banque Morgan et Lazard Frères, la Société Privée de Réescompte, par Worms Verne et l'Union Européenne ; enfin chacune compte parmi ses actionnaires un ou plusieurs grands établissements de crédit. On pourrait se demander si ceci n'entraîne pas une division du marché en diverses zones d'influence, qui entravent la fluidité des mouvements de capitaux.

Pour diverses raisons, ce n'est, indéniablement, pas le cas :

— L'activité des Maisons de Réescompte consiste en premier lieu à servir d'intermédiaires dans les échanges de trésorerie. Plus les opérations qu'elles traitent sont importantes, plus nombreuses seront les rémunérations qu'elles toucheront pour assurer les transferts de fonds.

— En outre, les Maisons de Réescompte, comme nous allons le voir, sont par définition perpétuellement emprunteuses sur le marché monétaire, car elles prennent un risque personnel dans la plupart de leurs opérations. En conséquence, il est de leur intérêt direct d'avoir accès, à charge de revanche, à toutes les ressources du marché.

Il semble qu'au contraire le fait que chaque Maison de Réescompte ressortisse à une certaine zone d'influence, lui assure un approvisionnement plus complet.

2 - *Le rôle des Maisons de Réescompte*

Elles ont un double rôle : en premier lieu, *elles assurent la fluidité du marché monétaire* en servant d'intermédiaires pour des transactions qui réclament l'anonymat ; en second lieu, elles agissent pour leur compte, prenant le risque de financer par leurs propres moyens des opérations d'arbitrage.

A) *Le rôle d'intermédiaire.* — On pourrait parler plus justement encore de rôle d'écran. La Maison de Réescompte est appelée à servir d'écran dans des transactions qui ne pourraient se faire en aucun cas hors de sa présence, celles d'organismes directement concurrents, celles de groupes directement rivaux, enfin celles que l'hostilité personnelle des participants les uns pour les autres empêche de réaliser.

Mais les Maisons de Réescompte peuvent également servir d'écran pour des organismes tels que le Trésor et ses correspondants, et surtout pour la Banque de France dans le cadre des opérations d'*open market*.

a) *Les Maisons de Réescompte peuvent servir d'intermédiaires entre les organismes bancaires.* — Elles assurent ainsi les opérations mettant en relation deux grands établissements de crédits :

- des banques de dépôts et des banques d'affaires ;
- des établissements financiers et l'ensemble des banques.

Enfin, elles permettent d'assouplir les conditions d'échanges entre prêteurs structurels et emprunteurs structurels. Les banques populaires et les caisses de Crédit Agricole disposent par exemple d'excédents permanents, tandis que les banques d'affaires sont en général emprunteuses sur le marché et les banques de dépôts alternativement emprunteuses ou prêteuses. L'intervention des Maisons de Réescompte fait disparaître les tensions qui pourraient se manifester lors de la fixation des taux.

b) *Les Maisons de Réescompte peuvent servir d'intermédiaires dans les opérations des établissements du Secteur public.* — 1<sup>o</sup> *Pour les opérations du Trésor.* — Elles interviennent directement lors des adjudications de Bons du Trésor, car

elles se constituent pour leur propre compte un portefeuille d'effets publics qu'elles peuvent refinancer sur le marché auprès des établissements bancaires qui le désirent.

De même, elles souscrivent personnellement de gros portefeuilles de Bons du Crédit Foncier, institués pour donner un nouvel instrument de trésorerie au marché monétaire.

Enfin, les interventions de la Caisse des Dépôts passent également par leur intermédiaire.

Pour toutes ces opérations, les Maisons de Réescompte constituent l'organisation centralisatrice qui permet la diffusion dans tout le système bancaire des interventions du circuit du Trésor.

2<sup>o</sup> *Pour les opérations de la Banque de France.* — Depuis peu, comme nous aurons l'occasion de le voir, l'Institut d'Emission pratique sur une grande échelle la politique dite d'*open market*. Il agit sur le marché par l'intermédiaire des Maisons de Réescompte. Les spécialistes expliquent cette situation en disant que « la Banque doit être dans le marché, mais elle ne doit pas y être trop » (1).

Ceci est particulièrement vrai pour la Banque de France à l'heure actuelle. Depuis la guerre, l'Institut d'Emission a apporté au système bancaire un appoint de trésorerie croissant. Depuis quelques années un effort semble fait pour normaliser les recours des banques au marché monétaire. L'intermédiaire des Maisons de Réescompte permet d'intégrer les interventions de l'Institut d'Emission dans le cadre global de l'offre ou de la demande de monnaie : il rend plus homogènes, dans leur nature, les fonds échangés.

En conséquence, il semble que, par ce seul rôle d'intermédiaire, les Maisons de Réescompte sont susceptibles d'assurer une redistribution des capitaux les plus liquides entre les établissements bancaires, trait caractéristique disions-nous en commençant des véritables marchés monétaires.

B) *Le rôle joué dans les ajustements du marché monétaire : « la transformation ».* — Dans ce second rôle, les Maisons d'Escompte effectuent des arbitrages sur intérêt.

« L'arbitrage (selon une définition récente) (2) consiste à

(1) *L'Union d'Escompte* (brochure), 1966.

(2) Sanjaya LALL, *Finances et développement* (F.M.I.), sept. 1967.



se défaire d'avoirs offrant un faible taux d'intérêt... pour les remplacer par d'autres offrant un taux d'intérêt plus élevé. »

Cela correspond bien au rôle que nous avons attribué aux Maisons de Réescompte qui composent leurs avoirs de créances à terme éloigné, et sont chaque jour emprunteuses d'avoirs liquides, non rentables, donc qui rentrent par un faible volume dans leurs avoirs.

Elles font fonctionner par leur activité un marché de mobilisation des créances à terme.

L'avantage qu'elles présentent sur les autres réescompteurs est multiple :

1<sup>o</sup> Elles acceptent des catégories très variées de papier, de sorte que les banques peuvent toujours échanger auprès d'elles les catégories d'effets dont elles disposent ;

2<sup>o</sup> Elles acceptent de pensionner des effets présentant les échéances les plus diverses. Ainsi les établissements bancaires peuvent s'y procurer des liquidités, même s'ils manquent d'effets bancables ;

3<sup>o</sup> Elles accueillent surtout des pensions d'effets représentant des opérations provisoires que les banques ont souvent plus d'intérêt à pratiquer que l'escompte qui les prive définitivement d'une partie de leur portefeuille ;

4<sup>o</sup> Elles permettent aux établissements bancaires de ne pas apparaître trop endettés auprès de l'Institut d'Emission ;

5<sup>o</sup> Enfin, elles peuvent à leur tour vendre des effets sur le marché si la conjoncture est bonne et si les banques possèdent des liquidités excédentaires à placer. Elles procurent des possibilités de placement aux prêteurs.

Dans ce deuxième rôle, les Maisons de Réescompte remplissent une des autres conditions d'existence d'un marché monétaire organisé : elles sont un organe d'ajustement des échéances de trésoreries.

Nous allons voir maintenant quelles sont les opérations qu'elles effectuent dans le cadre de cette double fonction.

### *3 - Le bilan des Maisons d'Escompte*

A) *L'activité bancaire proprement dite.* — Actuellement, les Maisons d'Escompte ont toutes acquis la qualité de banque

Bilan au 31 décembre

| <i>Actif</i>                                 | <i>1965</i>      | <i>1966</i>  |
|----------------------------------------------|------------------|--------------|
| Caisse, Trésor public, Banques d'Emission... | 843 602,47       | 305 66       |
| Banques et correspondants.....               | 15 901 201,56    | 43 435 76    |
| Portefeuille Effets.....                     | 8 706 896,62     | 30 719 08    |
| Comptes courants .....                       | 5 556 646,58     | 7 653 42     |
| Avances garanties.....                       | 2 793 423,42     | 4 390 56     |
| Avances et débiteurs divers.....             | 9 815 034,47     | 2 110 52     |
| Titres.....                                  | 5 089 180,46     | 5 512 05     |
| Comptes d'ordre et divers .....              | 92 779 387,23    | 223 012 28   |
| Matériel et Mobilier .....                   | 97 168,74        | 161 94       |
|                                              | 141 582 541,55   | 317 301 31   |
| Ventes à encaisser .....                     | 1 486 986 927,33 | 1 840 079 78 |
| Papier en dehors .....                       | 751 038 333,90   | 70 942 36    |
|                                              | 2 238 024 861,78 | 2 228 323 41 |

Effets ou titres donnés en garantie .....

Engagements par cautions et avals .....

Effets escomptés circulant sous notre en...

Ouvertures de crédits confirmés .....

que, pendant longtemps, quelques-unes seulement possédaient. L'avantage de leur inscription sur la liste des banques est la faculté qui leur est conférée d'accepter des dépôts des particuliers, des organismes bancaires et même de l'étranger.

Elles peuvent donc posséder un portefeuille ferme d'effets privés ou publics qui leur permet de mener elles-mêmes une certaine politique de gestion de leur liquidité.

Le bilan d'une Maison de Réescompte présente une particularité. Il est composé de deux parties toutes deux équilibrées, celle qui concerne l'activité bancaire proprement dite et celle qui fait ressortir l'activité de cette Maison sur le marché monétaire.

La première partie du bilan des Maisons de Réescompte est consacrée à l'activité bancaire.

66 (après Répartition)

| <i>Passif</i>                                    | <i>1965</i>      | <i>1966</i>      |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|
| Comptes de chèques .....                         | 1 746 329,96     | 1 697 717,82     |
| Comptes courants .....                           | 6 866 850,98     | 2 533 996,65     |
| Comptes et correspondants .....                  | 7 344 261,98     | 51 658 347,11    |
| Comptes exigibles après encaissement .....       | 2 984,10         |                  |
| Éléments divers .....                            | 3 765 786,69     | 9 779 360,23     |
| Dividendes à payer .....                         | 451 958,81       | 540 405,01       |
| Partièmes au Conseil d'Administration .....      | 8 333,33         | 10 000,00        |
| Comptes à échéance fixe .....                    |                  | 105 000,00       |
| Comptes d'ordre et divers .....                  | 110 808 599,61   | 239 019 306,28   |
| Provision légale .....                           | 750 000,00       | 900 000,00       |
| Provision générale .....                         | 650 000,00       | 1 500 000,00     |
| Provision spéciale (plus-values à long terme) .. | 1 575 251,04     | 338 037,88       |
| Capital .....                                    | 7 500 000,00     | 9 000 000,00     |
| Effets reportés .....                            | 112 185,05       | 219 144,36       |
|                                                  | 141 582 541,55   | 317 301 315,34   |
| Autres à régler .....                            | 2 238 025 261,23 | 1 911 022 098,46 |
|                                                  | 2 379 607 802,78 | 2 228 323 413,80 |

| <i>an</i> | <i>1965</i>   | <i>1966</i>   |
|-----------|---------------|---------------|
| .....     |               | 700 000,00    |
| .....     | 1 468 048,00  | 22 376,77     |
| .....     | 28 539 033,00 | 34 986 307,47 |
| .....     |               | 470 000,00    |

— *Au passif du Bilan*, nous constatons qu'elles reçoivent des dépôts comme les autres banques et que ceux-ci ont tendance à croître.

Les comptes de chèques, comptes courants, banques et correspondants, compte à échéance, compte d'ordre et divers (1), c'est-à-dire les postes que l'on trouve normalement dans les bilans bancaires, figurent dans le Bilan de l'Union d'Escompte que nous avons pris comme base ; ces postes ont pris de l'ampleur au cours de l'année 1966 (2).

— *A l'actif du Bilan*, deux postes doivent retenir notre attention en raison de leur progression : le poste « Banque

(1) Sous cette rubrique sont en particulier enregistrées les opérations de change à terme des Maisons de Réescompte.

(2) En particulier, le poste Banque et correspondants qui enregistre les dépôts en devises.

et Correspondants » accuse de même qu'au passif une forte augmentation due à l'accroissement des opérations des Maisons de Réescompte en devises.

— Le « portefeuille effets » des Maisons de Réescompte est constitué d'effets acquis de façon définitive par elles, nourris par elles-mêmes en attendant de les refinancer en cas de besoin sur le marché.

Elles possèdent les catégories d'effets susceptibles d'être négociés les plus diverses : *des effets privés en grosses coupures*, des acceptations de banques et tous les papiers admis à l'*open market* (Bons du Trésor, effets à moyen terme).

— Outre ces effets traditionnels, elles ont acquis de gros portefeuilles de Bons à Sept ans du Crédit Foncier et des effets représentatifs de créances hypothécaires.

Grâce à cet éventail d'instruments de trésorerie, elles ont accès à tous les marchés de capitaux où elles peuvent effectuer des arbitrages entre différentes opérations possibles pour en tirer un bénéfice maximum (1).

Le poste « Titres » nous intéressera également : en raison des risques pris par les Maisons de Réescompte, leurs capitaux propres doivent être relativement importants par rapport à leurs autres ressources ; elles peuvent ainsi détenir un volume de titres plus important que les autres banques de dépôts. Cette dernière forme d'avoirs leur donne accès au marché financier.

La première partie du Bilan est équilibrée.

B) *Le rôle joué par les Maisons de Réescompte sur le marché monétaire proprement dit : deuxième partie du Bilan des Banques.*

— Les opérations correspondant à ce rôle se lisent dans les deux lignes également équilibrées, des bilans des Maisons de Réescompte, en trois postes intitulés :

|                      |   |                         |
|----------------------|---|-------------------------|
| — ventes à encaisser | } | pour les postes d'actif |
| — papier en dehors   |   |                         |
| — achats à régler    | : | pour le passif.         |

a) *Signification de ces postes.* — Les achats à régler expriment le montant exact des emprunts effectués par la Maison

(1) Voir p. 62.

de Réescompte sur le marché monétaire ; les ventes à encaisser sont au contraire les prêts consentis par elle sur le marché monétaire. Les deux termes désignent en même temps le montant des liquidités échangées et la valeur des effets « pensionnés » en contrepartie.

Pour comprendre le sens de l'expression « papier en dehors », il faut se rappeler que les Maisons de Réescompte effectuent des arbitrages entre les différentes échéances en prêtant à trois mois par exemple, et en mettant en regard un prêt à un mois.

Les « papiers en dehors » sont les effets qu'elles ont ainsi achetés à échéance éloignée et qu'elles pensionnent sur le marché au jour le jour, pour se procurer des liquidités. On dit que les Maisons de Réescompte « nourrissent » des effets sur le marché monétaire.

Ces trois postes nous donnent une idée assez claire à la fois de l'activité du marché monétaire et des risques encourus par les Maisons de Réescompte.

Dans notre exemple, les emprunts effectués sur le marché à raison de 2 379 milliards se répartissent en deux catégories : la première ne présente aucun risque immédiat puisque à l'échéance la Maison de Réescompte recevra de ses prêteurs ce qu'elle devra verser à ses emprunteurs. La seconde correspond à un risque précis : quotidiennement la Maison de Réescompte doit trouver au jour le jour sur le marché monétaire des liquidités pour un montant égal à  $\frac{1}{3}$  de ses emprunts, ici 751 millions (1).

Si l'on considère par ailleurs que le bilan de l'activité bancaire normale donne un total de 141 millions, on se rend compte qu'il doit effectivement exister en France un marché monétaire, puisqu'un seul établissement bancaire peut assumer un risque journalier d'un montant aussi élevé. Dans le cas où l'échéance moyenne du portefeuille serait d'un an, la Maison d'Escompte serait donc capable de subir une hausse du taux d'intérêt de trois points  $\frac{1}{3}$ .

Notons que ses fonds propres étant partiellement convertis en titres, elle serait amenée à les négocier en bourse, faisant ainsi appel aux ressources du marché financier.

(1) Année 1965. Le bilan de l'année 1966 est très différent dans sa structure



## II | LES COURTIERS

Les courtiers sont des intermédiaires, agréés par l'Association Professionnelle des Banques et habilités à s'interposer entre les banques pour assurer la rencontre des offres et des demandes de liquidités.

Au nombre d'une trentaine, ils jouent un rôle matériel important en assurant comme les Maisons de Réescompte la fluidité du marché.

### *1 – Le rôle d'intermédiaire*

Comme les Maisons d'Escompte, les courtiers peuvent servir d'écran au cours des négociations qui s'effectuent ainsi sans que les banques interviennent en nom. Néanmoins, l'anonymat n'est pas totalement respecté puisque le nom des correspondants est dévoilé à la fin de la négociation, et les transferts de fonds s'effectuent directement entre organismes prêteurs et organismes emprunteurs.

Aussi arrive-t-il dans les négociations plus délicates que les courtiers mettent en relation les banques et les Maisons d'Escompte.

Lors de l'institution des Maisons d'Escompte, on a beaucoup parlé de la concurrence qu'elles exerceraient à l'égard des courtiers qui avaient, avant cette date, le monopole des opérations d'intermédiaires sur le marché monétaire. En fait, le rôle des Maisons d'Escompte déborde largement celui des courtiers et le principe de la division du travail ayant là aussi joué, elles sont elles-mêmes devenues les clientes des courtiers qui assurent avec une grande efficacité le fonctionnement du marché.

### *2 – La localisation du marché monétaire*

Le nombre des organismes habilités à intervenir sur le marché étant d'environ 200, on imagine l'importance des sondages qu'il est nécessaire d'effectuer chaque matin pour

connaître l'état du marché, d'une part, le niveau des offres et des demandes de fonds, d'autre part, enfin, le taux probable qui se dégagera au moment de la compensation générale de midi et la position que prendra la Banque de France.

— Les courtiers rassemblent au cours de la première heure de la journée suffisamment de renseignements pour que, vers 10 heures environ, les différents organismes bancaires puissent prendre des décisions en fonction d'un taux prédéterminé avec une grande précision.

Après ces premiers échanges, la journée des courtiers se passe à trouver les fonds qui leur ont été demandés ou à essayer de placer les fonds qui leur ont été offerts. Si les ajustements entre les offres et les demandes ne se font pas spontanément parce que les volumes offerts ou demandés ne coïncident pas, les courtiers se mettent en relation avec les Maisons d'Escompte qui, comme nous l'avons vu, transforment pour leur propre compte ou transmettent au système bancaire les apports de la Banque d'Emission.

Le courtier est introduit auprès d'un certain nombre d'organismes bancaires qu'il appelle ses « contreparties ». Plus le nombre de ces contreparties est élevé, plus il a de chances de faire des affaires fructueuses. Mais il est évidemment plus intéressant encore pour lui de posséder parmi ses clients des grands établissements de crédit dont les échanges sont nominalement plus importants. On peut évidemment préciser, mais ce détail est connu, que les courtiers disposent de multiples téléphones et que des lignes directes les relient même à certains de leurs correspondants.

C'est à eux que nous nous intéresserons maintenant en essayant de décrire l'importance jouée par les départements de trésoreries des banques elles-mêmes.

### III | LE COMPARTIMENT DE LA TRÉSORERIE | DES GRANDES BANQUES

Puisque nous tentons une description de l'organisation matérielle du marché lui-même, nous sommes amenés à nous

intéresser au dernier maillon de la chaîne, c'est-à-dire aux banques intéressées elles-mêmes. Elles sont représentées par leur trésorier dont nous allons maintenant analyser l'activité.

*1 - L'organisation  
de la Trésorerie des Banques*

L'organisation d'un réseau de trésorerie présenté page 57 montre que la trésorerie d'une banque est déterminée par le jeu de facteurs très hétérogènes dont certains sont prévisibles et d'avance connus avec un certain degré de vérité, d'autres inconnus et auxquels il convient de pouvoir répondre avec une grande rapidité.

Nous allons ranger ces phénomènes selon leur diversité, d'une part, et la façon dont ils sont connus, d'autre part.

A) *La trésorerie d'une banque est la résultante de l'ensemble des opérations de ses correspondants, agences, ou éventuellement filiales et banques dont l'équilibre est associé au sien.* — Le trésorier du Siège Social d'une banque à succursales est donc relié directement par télétype ou téléphone à toutes les agences de Paris et province qui lui font savoir à intervalles réguliers leur situation respective.

En second lieu, le trésorier d'une banque est en relation suivie avec le département du change, qui le tient au courant des possibilités de placement ou d'emprunt sur le marché international. Selon la tendance de sa trésorerie, le trésorier se montrera plus ou moins favorable aux opérations de placements externes.

B) *Degré de connaissance des phénomènes de trésorerie.* — Certains de ces phénomènes sont connus, d'autres sont prévisibles, d'autres enfin constituent une inconnue.

*Les phénomènes les mieux connus* des trésoreries sont :  
— la situation des échéances des opérations de trésoreries conclues antérieurement ;  
— les droits de tirage auprès de l'Institut d'Emission ;  
— la situation de la banque en ce qui concerne le taux de réserves obligatoires.

*Les phénomènes prévus* sont les transferts qui interviennent régulièrement entre le circuit bancaire et les circuits de monnaie légale et du Trésor. Il existe des dates fatidiques qui constituent des « échéances » qui entraînent d'importants transferts de fonds entre les banques et le Trésor, entre les banques et le public.

Il existe des échéances mensuelles les 10, 15 de chaque mois, puis lors de chaque fin de mois ; des échéances trimestrielles, et des échéances annuelles.

Lors de chacune de ces échéances, les banques sont diversement affectées selon la nature et la structure de leur clientèle, les comptes des clients et leur comportement sont eux-mêmes connus avec une certaine précision, de sorte que les banques apprécient également le montant des compensations internes qu'il leur sera possible d'effectuer.

Ainsi, grâce à la connaissance du volume global des dépôts et de leur fluctuation, d'une part, des crédits consentis par elles, d'autre part, les banques peuvent prévoir certaines fluctuations de leur trésorerie.

Néanmoins, elles ne savent pas exactement comment et quand seront utilisées les avances qu'elles ont consenties à leurs clients, ni le montant exact des effets qu'elles auront à payer pour le compte de leurs clients et qui se trouvent actuellement dans les portefeuilles des autres établissements bancaires ou dans le portefeuille de l'Institut d'Emission.

*Il existe enfin des phénomènes totalement inconnus à l'avance.*

— Ce sont les transferts internationaux de capitaux à court terme flottants, d'une part, les interventions journalières de la Banque de France par l'*open market* et qui sont de nature à modifier à la fois la tendance générale du marché et le coût des échanges de liquidité.

Pour conclure sur cette structure du marché monétaire français, nous constatons qu'elle se caractérise par une organisation d'une grande efficience, où la connaissance complète des différents phénomènes de trésorerie est assurée à la fois par *les liens personnels* existant entre les banques qui assurent ainsi une première compensation interne qui simplifie le marché, mais également par *l'existence d'intermédiaires* qui assurent dans les moindres détails une connaissance complète de la

situation des offres et des demandes de capitaux pour des taux donnés.

*La fluidité* des transferts est assurée de son côté par l'anonymat qu'assurent les intermédiaires et la transformation permise par des banques spécialisées dans le très court terme.

Il semble donc que le marché monétaire français dispose d'une organisation satisfaisante pour jouer un rôle de premier plan dans la mobilisation hors banque des créances bancaires.

## C | LES OPÉRATIONS DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Les opérations du marché monétaire étant essentiellement des opérations de trésorerie, il est permis de considérer que l'objet de l'opération est avant tout la recherche ou l'offre de liquidités et que la nature de la contrepartie est donc sans importance. Il devrait suffire, dès lors, que l'effet présente un degré suffisant de sécurité pour constituer un bon instrument d'échange.

Ceci est vrai pour les formes les moins élaborées de marché monétaire, mais faux si l'on se place dans les cadres de l'institution qui nous préoccupe.

*En fait, les banques ne prêteront leurs excédents, les intermédiaires n'assureront la rencontre des offres et demandes que si la rentabilité des opérations justifie cette activité.*

Derrière l'opération de trésorerie, il y a un placement. Dès que la possibilité d'effectuer ce *placement* est assurée, le marché monétaire au sens institutionnel du mot prend sa véritable dimension. C'est ce que nous voulons démontrer ici.

Pour mettre en évidence cette observation qui conditionne, selon nous, l'existence même du marché monétaire, nous devons faire apparaître qu'un marché monétaire existe en France parce que les opérations d'échanges effectuées par les banques ou assurées par les Maisons d'Escompte sont rentables. L'ensemble de ces conditions est nécessaire pour son développement. Nous commencerons par exposer le mécanisme de l'apparition du profit sur le marché monétaire, pour en induire les caractéristiques essentielles qui permettent la mise en œuvre de ce profit.



## I | LA RENTABILITÉ DU MARCHÉ MONÉTAIRE

### 1 — Le mécanisme de l'apparition du profit

Nous allons dans cette analyse prendre comme point de départ le cas des Maisons de Réescompte qui, à certains égards, peuvent être considérées comme représentatives de ce marché. Mais l'activité des banques qui effectuent par l'intermédiaire de leurs trésoriers des opérations de prêts ou d'emprunts sur le marché monétaire est tout à fait comparable.

L'activité des Maisons d'Escompte est justifiée par le profit qui vient de la diversité et surtout du nombre des opérations qu'elles effectuent.

— En tant qu'intermédiaire entre prêteur et emprunteur, la Maison d'Escompte se contente de minimes différences de taux, et seul le volume des affaires traitées accroît le chiffre de ses rémunérations.

— Au contraire, dans son activité propre, la Maison d'Escompte (et plus généralement tout intermédiaire qui effectue la transformation) peut avoir une véritable politique de gestion qui, menée avec habileté, aboutira à maximiser son profit.

Elle doit gérer son portefeuille avec le souci d'en maximiser le rendement ainsi que tout capitaliste (1), mais comme elle fait, en outre, « travailler » les effets qu'elle possède, sur le marché monétaire c'est de la conjonction de ces deux types d'opérations que naît le profit.

A) *La gestion de portefeuille.* — Tout organisme bancaire a intérêt à prêter ses fonds au taux le plus élevé, c'est-à-dire le plus « long » possible si ses ressources le lui permettent, à condition toutefois que la durée de ses prêts soit compatible avec son propre équilibre.

Le profit retiré de l'activité bancaire est en effet une fonction du taux du prêt et de sa durée.

$P = at$ , pour un titre d'une valeur égale à l'unité ;  $a$  désigne le taux du prêt,  $t$  la durée du prêt, c'est-à-dire la période pendant laquelle la Maison de Réescompte conserve le titre.

(1) Il ne semble pas y avoir de traduction du terme *investor*.

Si l'organisme veut négocier son effet, il a avantage à le faire si le taux d'intérêt a baissé, c'est-à-dire si le cours du titre s'est accru : le profit se calculera alors de la manière suivante :

$$P = at - \frac{1}{a} \cdot \frac{da}{dt} \quad (I)$$

$\frac{1}{a} \cdot \frac{da}{dt}$  exprime le changement de la valeur du titre due à une modification du taux d'intérêt. Une valeur négative de  $\frac{da}{dt}$  accroît la valeur du titre, et par conséquent son rendement total (1).

Mais, pour les Maisons d'Escompte, sur cette activité vient se greffer la politique de « refinancement » sur le marché monétaire. Examinons en détails ce second aspect de leur activité.

B) *Le « refinancement » du portefeuille.* — Les effets achetés par les Maisons d'Escompte sont « pensionnés » sur le marché monétaire, à des taux évidemment variables. Au cours de certaines périodes (2), les taux de refinancement des effets seront supérieurs aux taux d'achat, et les Maisons d'Escompte peuvent subir une perte. Par contre, si le taux du marché monétaire baisse, la différence entre le taux d'achat et le taux des refinancements sera favorable aux Maisons d'Escompte.

Le profit de ces opérations découlera donc de l'équation suivante :

$$P = (a - f) t \quad (II)$$

où  $f$  désigne la moyenne des taux de refinancement sur le marché monétaire pendant la période  $t$ .

Si cette somme est positive, le résultat des opérations de refinancement viendra s'ajouter à l'intérêt touché pour la première opération. Le profit total peut être représenté par l'équation :

$$P = \underbrace{at}_{(1)} - \underbrace{\frac{1}{a} \cdot \frac{da}{dt}}_{(2)} + \underbrace{(a - f) t}_{(3)} \quad (III)$$

(1)  $\frac{1}{a}$  exprime la valeur d'un titre rapportant une unité monétaire au taux  $a$  et par conséquent  $\frac{1}{a} \cdot \frac{da}{dt}$  exprime la modification de cette valeur en relation avec la modification de ce taux. Milton FRIEDMAN, *The Quantity Theory of Money. A Restatement*, Readings in Macroeconomics, pp. 148-149. M. G. MUELLER.

(2) C'est-à-dire les périodes où le taux du marché monétaire s'élève notablement au-dessus de la moyenne.

Pour que le profit soit maximum, il faudra évidemment que le bénéfice soit supérieur au bénéfice qu'elle aurait retiré de son seul placement initial, c'est-à-dire que le terme (3) soit supérieur à 0.

— Mais ceci serait vrai pour un spéculateur ordinaire et non pour une Maison d'Escompte qui fait des opérations avec des capitaux empruntés et pour une faible part seulement avec des capitaux propres. Aussi le choix n'est-il pas pour elle entre gérer un portefeuille et effectuer de la transformation. Bien que la démonstration précédente nous indique les circonstances dans lesquelles la Maison d'Escompte maximise son profit, il est concevable que son activité soit justifiée uniquement si sa gestion globale est excédentaire, c'est-à-dire, si, à la limite :

$$\frac{1}{a} \cdot \frac{da}{dt} > [a + (a - f)] t \quad (IV)$$

— Nous remarquerons que le bénéfice peut finalement résulter de la baisse de taux d'intérêt du titre (c'est-à-dire de la hausse de son cours), de son taux de rentabilité proprement dit, de l'évolution des taux du marché monétaire, enfin de la confrontation de ces différents taux.

— Ceci permet de reconstituer l'ensemble des qualités qui font d'un titre un instrument du marché monétaire.

Les « professionnels » du marché emploient le mot *achat* pour prise en pension (prêts) et *vente* pour mise en pension (emprunts).

Ainsi ils « achètent cher », c'est-à-dire que le taux de leurs prises en pension est élevé puisqu'elles sont à échéances éloignées (1 mois, 3 mois, 1 an, etc.) et ils « vendent bon marché », c'est-à-dire que les taux de leurs mises en pension sont théoriquement plus bas puisque les échéances sont plus courtes (1 jour, 1 mois, 3 mois).

## 2 - Les conditions nécessaires à l'apparition du profit

Nous avons vu successivement que le profit est conditionné par trois variables :

A) *Le taux initial de l'opération.* — Ce taux dépend en général de la qualité du titre offert et de son échéance. Le taux s'établit

spontanément à des niveaux différents pour les effets privés et les effets publics, pour les effets à court ou les effets à moyen terme.

Il est permis néanmoins de considérer que les titres les plus longs seront les plus rentables, c'est-à-dire les effets à moyen terme, les créances hypothécaires, les Bons à Sept ans du Crédit Foncier.

B) *Le taux de rentabilité de l'opération.* — Ce deuxième critère dépend du prix d'achat de l'effet et de son prix de vente.

Si un effet d'une valeur nominale de 100 francs s'achète au taux de 4 % et se vend au taux de 3 %, la rentabilité finale de l'opération s'établit par la différence entre la valeur à l'achat et la valeur à la vente.

Dans notre exemple, la valeur à l'achat est 96, la valeur à la vente 97. Tous les effets pour lesquels cette différence est la plus grande seront par conséquent considérés comme les plus rentables, mais d'un autre côté tous les effets dont on connaît avec précision le taux, *soit d'achat, soit de vente*, seront considérés comme les plus sûrs.

Cette analyse est essentielle pour comprendre le sens de la critique faite par M. J. Rueff à la fixation préalable d'un taux fixe *à la fois pour l'achat et pour la vente de Bons du Trésor*. Si ces deux taux sont connus, il est en effet évident que, dès que les opérations du marché monétaire auraient tendance à devenir moins rentables pour le prêteur, en raison de la baisse du taux de ce marché, le prix d'achat des effets privés sur le marché serait considéré comme trop bas et au lieu de s'offrir sur ce marché, les liquidités se reporteraient sur l'achat de Bons du Trésor. Dans l'hypothèse où ceux-ci seraient émis abondamment et régulièrement, cet achat se ferait directement aux guichets du Trésor, et les liquidités sortiraient du circuit bancaire.

— Pour des effets privés, le taux de rentabilité pourra être également calculé à l'avance si la Banque de France accorde aux banques la possibilité d'en escompter à taux fixe les quantités importantes.

C'est ainsi qu'il est possible d'expliquer que la structure des taux d'escompte de la Banque de France, représentant pour les banques les taux de ventes successifs de leurs effets,

sont autant de paliers qui arrêtent l'évolution du taux du marché monétaire.

Nous voyons ainsi qu'il n'est pas nécessaire qu'un effet soit liquide pour constituer un instrument de placement sur le marché monétaire : il suffit pour cela que son cours évolue favorablement. Ainsi, un titre qui monte à la cote de la Bourse, une obligation d'Etat dont le cours est ferme, etc., sont autant d'instruments de la liquidité bancaire. Comme nous l'avons vu, la réserve ultime de tout organisme bancaire est constituée de titres à long terme, mais la précarité de l'opération ne fait pourtant pas d'eux des instruments du marché monétaire.

C) *Le taux de refinancement des effets sur le marché.* — Le taux de refinancement résulte de la différence existant entre le taux d'intérêt de l'opération initiale et le taux du compartiment du marché monétaire sur lequel l'effet est négocié. Ceci explique par exemple que les effets refinancés ne soient pas toujours ceux qui, à l'origine, rapportent le plus. Une acceptation sera toujours demandée sur le marché monétaire et les opérations qu'elle autorisera seront les plus rentables possible quel que soit son taux de rendement. Aussi, pour les opérations de transformation proprement dites, toute baisse du marché monétaire est un facteur favorable pour les ventes d'effets et les opérations de refinancement et les emprunts, défavorables pour les achats d'effets et les prêts. On peut donc représenter les courbes d'offres et demandes de liquidité sur le marché monétaire comme des fonctions du taux du marché monétaire (1).

En bref, l'activité du marché monétaire est conditionnée par trois taux :

- le taux des effets qui sont les instruments du marché ;
- le taux de rendement ;
- et le taux de refinancement de ces effets.

Munis de ces trois renseignements ou des prévisions qu'ils pourront faire en fonction de facteurs prévus ou imprévus, mais rentrant dans les marges d'erreurs compatibles avec les exigences de la prévision, les différents acteurs du marché moné-

(1) Voir notre analyse, pp. 88 et suiv.



taire gèrent leurs actifs pour en tirer un bénéfice maximum. Il n'est peut-être pas inutile de répéter que leurs possibilités d'action seront d'autant plus vastes qu'ils disposeront d'un nombre plus élevé, et d'un éventail plus diversifié d'effets à mettre en face de leurs demandes de liquidités.

A cet égard, la France était au cours de ces dernières années dans une situation peu favorable, non seulement elle ne pouvait offrir qu'un choix assez limité aux opérateurs du marché, mais encore les techniques utilisées n'étaient praticables en raison de leurs particularités que dans le cadre étroit du marché interne. Ainsi, le marché monétaire était réduit à être un marché de trésorerie pure et simple. Depuis la libéralisation du marché des changes et l'ouverture progressive du marché monétaire à des catégories plus diversifiées d'opérateurs, on assiste à un effort continu des autorités monétaires pour susciter une réanimation du marché par l'introduction d'instruments nouveaux, ou le perfectionnement d'instruments anciens.

### 3 — Les instruments de trésorerie

A) *Nature et qualité de ces instruments.* — Il est entendu que *les opérations du marché monétaire ne comportent aucun risque*. Ceci implique, d'une part, que les titres sont eux-mêmes *négociables sans limite*, d'autre part, que leurs possesseurs n'encourent *aucun risque de perte sur leur valeur nominale*.

a) *La liquidité.* — Ce premier critère suppose que deux conditions soient remplies : la créance doit d'abord être négociable en volume illimité sur les différents marchés de liquidités, Marché hors Banque, Marché en Banque et Marché Hypothécaire, etc. En second lieu, l'intervention d'un réescompteur doit équilibrer le marché en cas de blocage.

Voici divers exemples de cette qualité :

— Les effets bancables sont admis à l'escompte en Banque jusqu'à la limite des plafonds d'escompte. Mais en dernier recours, le marché de l'Enfer peut les accueillir à des taux de pénalisation.

— Les effets représentatifs de créances hypothécaires sont échangés sur le marché hypothécaire, mais le Crédit Foncier accepte de soutenir le marché en cas de difficulté.

— Les effets à moyen terme et les Bons du Trésor sont négociables sur le marché monétaire, mais en cas de déséquilibre du marché, l'Institut d'Emission les admet dans le cadre de sa politique d'*open market*.

Par contre, les effets privés non bancables ne sont susceptibles de refinancement que sur le marché monétaire proprement dit. Ils se situent donc très en retrait dans les diverses catégories de « liquidités ».

b) *L'absence de risque*. — L'absence de risque encouru par le prêteur signifie que le titre n'est pas susceptible de perdre sa valeur nominale. Il en est ainsi pour les créances à court terme et les effets à moyen terme par opposition aux titres boursiers. Ce point a souvent fait l'objet de controverses. Les Anglo-Saxons, ont, pour leur part, considéré que les obligations d'Etat pouvaient servir d'instrument de trésorerie, mais cette pratique n'est possible que si le Trésor se charge d'assurer la régularisation des cours. Il semble que, malgré l'opposition traditionnelle des banques françaises, les autorités publiques aient procédé à un essai avec les Bons à Sept ans du Crédit Foncier et du Crédit National, émis à l'intention des banques et dont les Maisons d'Escompte se sont constitué des portefeuilles importants.

Néanmoins, avec l'élargissement du marché monétaire, les opérations fermes peuvent retrouver une certaine importance, puisque les fonds des organismes appelés à intervenir sur le marché n'ont plus le caractère d'excédents momentanés et s'orientent de préférence vers des investissements plus durables.

c) *La diversité*. — Le profit retiré des opérations sur le marché monétaire dépendra finalement des possibilités qu'auront les organismes bancaires de jouer sur le mouvement de taux. Si l'on s'attend à une baisse des taux, il faut prêter « le plus long possible » et emprunter « le plus court possible » ; si l'on s'attend à une hausse des taux, il faut s'abstenir de prêter à terme et au contraire chercher à emprunter « le plus long possible », cela suppose que l'on dispose d'une grande variété d'effets à échéances diverses, et que l'on ait le choix entre des placements à des termes différents.

B) *Les instruments normaux d'échanges du marché monétaire*. — a) *Les Bons du Trésor*. — Les Bons du Trésor ont toutes les qualités que nous avons énumérées comme devant

être celles des instruments de trésorerie bancaire : la liquidité, la diversité des échéances, des montants nominaux commodes, enfin et surtout ce sont de véritables placements qui, théoriquement, doivent être recherchés pour eux-mêmes par les organismes bancaires.

Nous avons déjà dit que, lors de leur création, les Maisons d'Escompte se procurèrent de gros portefeuilles de Bons du Trésor qu'elles pensionnèrent sur le marché. Il fallait pour ce faire que ces bons soient demandés pour eux-mêmes et pour les avantages qu'ils procuraient.

Avec la fixation de planchers de bons élevés et la diminution des taux de rentabilité des Bons du Trésor survenue en 1957, le marché monétaire se vit ainsi privé de son instrument privilégié. Néanmoins, le marché put fonctionner dans des conditions normales, grâce aux afflux de devises qui, de 1959 à 1968, sont venus alimenter de façon continue les banques en liquidités.

Néanmoins, cette ressource externe n'est pas structurellement assurée au système bancaire, aussi les autorités monétaires ont-elles, depuis trois ans environ, essayé par un train de réformes de normaliser l'incidence de la dette publique sur le marché monétaire. Nous nous intéresserons plus tard aux interventions du Trésor sur le marché monétaire et l'effet équilibrant ou déséquilibrant de ses interventions, nous traiterons ici uniquement de l'émission des Bons du Trésor dans leur aspect d'instruments du marché monétaire.

En 1963, sous la pression de critiques faites au système « d'émission à jet continu » des bons du Trésor, celui-ci décida de mettre en adjudication à période fixe un volume déterminé de bons et de se soumettre aux taux de marché. Cette mesure, qui coïncidait avec la diminution des planchers d'effets publics, aurait dû entraîner un accroissement des portefeuilles de Bons du Trésor des banques.

Il n'en a rien été, car la Caisse des Dépôts est intervenue sur ce marché et a exercé des pressions artificielles « à la baisse » des taux. Les banques continuèrent à boudier ce placement.

Aussi, depuis le début de l'année 1967 environ, la Caisse des Dépôts a renoncé à intervenir directement sur les taux. On peut signaler que les banques, ou tout au moins les banques spécialisées, c'est-à-dire les Maisons de Réescompte, ont recons-

titué leur portefeuille d'effets publics dans la période récente.

Une dernière raison à ce renouveau d'intérêt pour les Bons du Trésor est le développement des opérations d'*open market* par l'Institut d'Emission qui n'est possible que si un volume important d'effets publics permet une réponse immédiate du système bancaire aux incitations de la Banque centrale.

b) *Les effets privés.* — Devant la carence des instruments précédents, les banques se sont habituées ces dernières années à utiliser des effets privés, pour servir de gage à leurs opérations. Ces mesures ont renforcé les liens d'allégeance existant entre les grandes banques et les petites banques. Alors que celles-ci pouvaient avoir un accès facile au marché monétaire en pensionnant leur portefeuille d'effets publics, elles ne disposaient pas, par contre, des « grosses coupures » ou « effet privé de valeur nominale élevée » admises au réescompte.

Sur le marché au jour le jour, le caractère bancable ou non bancable de l'effet n'a pas une très grande importance, puisque la présence de l'effet garantit simplement le pouvoir contractuel de l'organisme bancaire.

Parmi les effets privés, il convient de faire une place à part aux titres représentatifs de crédit à moyen terme :

Leur rôle fut accru par le jeu du coefficient de trésorerie, leur marché se révéla d'emblée fondamentalement différent du marché des autres effets.

Tout d'abord, les transactions auxquelles ils donnèrent lieu furent motivées, non comme les autres opérations du marché monétaire par le désir de se procurer effectivement des liquidités, mais, bien au contraire, par l'obligation dans laquelle se trouvèrent les banques de dépôts de se procurer dans les plus brefs délais des effets qui entraient dans la composition des actifs obligatoires du coefficient de trésorerie. Comme ces effets se trouvaient dans les portefeuilles des banques d'affaires, cette décision commanda ainsi des transferts de liquidités des établissements de dépôts proprement dits, vers les banques d'affaires, et contribua à redistribuer les liquidités des grands établissements de crédit aux organismes qui étaient traditionnellement endettés sur le marché monétaire.

Ce marché fut également particulier à un second titre. Quoique les transactions y fussent théoriquement régies par la loi du marché, les effets entrant dans le calcul du coefficient



de trésorerie ne purent être échangés à un taux supérieur au taux de mobilisation des effets à moyen terme par l'Institut d'Emission. Des banques de dépôts furent donc obligées de concéder aux banques d'affaires des taux inférieurs aux taux qui s'établissaient par ailleurs sur le marché monétaire.

Les effets à moyen terme continueront dans l'avenir à jouer ce rôle d'instruments de trésorerie, car une décision récente vient de les admettre aux côtés des Bons du Trésor, parmi les effets sur le marché desquels l'Institut d'Emission pourrait intervenir dans le cadre de sa politique d'*open market*.

Cette dernière mesure accroît le champ d'action de la Banque de France, et est de nature à favoriser l'accroissement des crédits à moyen terme des banques.

## II | LES AUTRES INSTRUMENTS | DU MARCHÉ MONÉTAIRE

### *1 – Les créances hypothécaires*

L'institution du marché hypothécaire fait partie des mesures récentes qui ont été prises par les autorités économiques et monétaires pour restructurer le crédit en France. Jusqu'à présent, le financement du crédit à la construction était assuré plus ou moins directement par le secteur public. Le marché hypothécaire fut créé, pour permettre au système bancaire de financer lui-même les crédits qu'il consentait.

Le principe est que les banques peuvent mobiliser par des créances les crédits qu'elles consentent à la construction, sur ce marché. Pour rassembler des ressources suffisantes, on élargit le marché en donnant droit d'accès aux compagnies d'assurances et caisses de retraite.

Le marché hypothécaire constitue indéniablement un compartiment du marché monétaire. Il est de nature à accroître le volume global des ressources liquides mises à la disposition des banques, ce placement nouveau offert à des organismes traditionnellement possesseurs de liquidités comme les compagnies d'assurance peut les mener à effectuer la transformation



d'une partie de leurs actifs placés au profit du marché hypothécaire, améliorant ainsi l'offre globale de liquidités.

Enfin, le Crédit Foncier a accepté d'intervenir sur ce marché pour le régulariser en cas de besoin.

2 – *Les « Bons à Sept ans du Crédit Foncier »  
et du Crédit National*

Ces bons émis spécialement pour les organismes bancaires constituent une expérience. Les Maisons d'Escompte en ont largement fait l'acquisition.

III | LA FORME DES OPÉRATIONS PASSÉES  
| SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE

Le marché monétaire connaît trois catégories d'opérations : les achats et ventes fermes, les avances au jour sur effets privés ou publics, les opérations à terme.

La première opération constitue l'escompte proprement dit, les deux autres sont des pensions, c'est-à-dire des opérations provisoires où le titre sert de gage à l'échange de liquidité.

1 – *L'escompte*

Seuls les Bons du Trésor faisaient jusqu'à présent l'objet d'opérations définitives. Les Maisons de Réescompte pratiquaient jadis fréquemment cette opération, procurant ainsi aux banques les effets à échéances différenciées qui leur étaient nécessaires pour faire face à leurs divers engagements. Ce rôle fut amoindri par la diminution des portefeuilles de Bons des banques, mais peut reprendre dans l'avenir une importante prépondérance sur le marché.

A quoi correspondent de telles opérations ? Nous avons différencié deux rôles du marché monétaire : celui qui permet les échanges quotidiens de liquidités entre banques et celui qui permet aux organismes bancaires d'ajuster les transferts de

fonds de façon à laisser le moins possible d'actifs improductifs.

En possédant elles-mêmes un portefeuille de Bons important, les Maisons de Réescompte peuvent procurer aux organismes bancaires un éventail d'effets à échéance déterminée qui correspondront pour elles à des sorties attendues de capitaux. Cette fonction traditionnelle avant la guerre avait perdu de son importance en raison du manque de liquidité.

Mais ceci implique que les banques aient elles-mêmes une véritable politique de gestion de leurs liquidités. La suppression du coefficient de trésorerie et son remplacement par un système de réserves doivent leur permettre de renouer avec une telle politique.

En effet, les réserves constituent, nous le verrons, un moyen pour elles de gérer leur liquidité non plus au jour le jour, mais par période unitaire d'un mois.

Par ailleurs, les taux de réserves étant fixés de façon relativement stable, les banques pourront effectuer des prévisions à court terme sur l'évolution de leur liquidité.

Ainsi, il semble donc possible que les opérations d'escompte proprement dites reprennent dans l'avenir l'importance qu'elles avaient perdue ces dernières années.

## *2 — Les pensions au jour le jour contre effets privés ou publics*

Le compartiment des opérations au jour le jour a dominé le marché monétaire au cours des dernières années. La pension a comme support la remise d'un titre. En réalité, les pensions portent, nous l'avons déjà dit, sur des montants nominaux très élevés. La technique utilisée en France simplifie la procédure. Les effets ne font pas l'objet de véritables transferts. Ils sont « mis sous dossier », par la banque prêteuse, au nom de la banque emprunteuse. Cette procédure nécessite la confiance des parties, et a été élaborée dans le cadre du marché intérieur. Elle n'inspire pas à l'étranger la confiance suffisante pour être utilisée dans les transactions internationales.

Les effets publics sont détenus par les banques sous forme de comptes courants auprès de l'Institut d'Emission. Ceci simplifie également les transferts, mais, comme précédemment,

on peut dire que cette technique n'est pas admise par les étrangers.

Aussi, pour se conformer à la technique internationale, la France a décidé de permettre les prêts de francs « en blanc » (1) à l'étranger, pratique interdite sur le marché interne.

*Les avantages de la pension* sont essentiellement la souplesse de l'opération qui peut être traitée pour des durées très diverses, et sur des effets à plus de trois mois d'échéances. Le débiteur a néanmoins intérêt à donner en pension des titres à échéances les moins éloignées possible, car le taux appliqué à la transaction varie avec l'échéance.

Au cours de la période qui commence en 1958, date de la réforme monétaire et qui s'achève avec la suppression du coefficient de trésorerie, les banques, pour des raisons diverses que nous étudierons dans notre troisième partie, ne disposèrent que de faibles liquidités, et le compartiment des opérations au jour le jour fut le seul compartiment du marché monétaire qui se développa. Le marché retrouva pourtant une certaine activité en raison de la baisse des plafonds d'escompte qui obligèrent les banques, malgré les taux élevés du marché monétaire, à y effectuer une grande partie de leurs transactions.

Il semble qu'actuellement le compartiment des opérations au jour le jour doive perdre une partie de son importance relative.

En effet, depuis l'institution des réserves obligatoires, les banques ont toujours la possibilité d'équilibrer leur trésorerie en recourant à leurs réserves. Cela leur confère une certaine liberté et la possibilité d'effectuer des aménagements dans le temps de leur trésorerie, en recourant en particulier au marché à terme.

### 3 — *Les opérations à terme*

Quoique la nature des transactions à terme semble les différencier des opérations au jour le jour par la durée de l'opération qui de vingt-quatre heures passe à un mois, trois mois, six mois, éventuellement plus (jusqu'à quatre ans), ce marché reste

(1) Sans contrepartie.

un marché de « liquidités », ce qui le rattache au marché monétaire.

On pourrait pourtant s'étonner de voir ces deux vocables « liquidités à terme » se côtoyer :

1<sup>o</sup> Nous avons vu que certains organismes étaient structurellement prêteurs, d'autres organismes structurellement emprunteurs.

Les prêteurs disposent de liquidités, en raison de la faiblesse de leurs propres emplois relativement à leurs dépôts (Caisse de Crédit Agricole, Crédit Populaire). Ils ont donc avantage à remployer leurs avoirs avec le maximum de profit, en effectuant plus que de simples prêts au jour le jour. Ils placent donc leurs fonds sur le marché à terme (or il s'agit bien pour eux de liquidités).

Au contraire, certains emprunteurs structurels peuvent, devant une situation de trésorerie déséquilibrée, désirer consolider momentanément leur dette à court terme qu'ils estiment devoir être durable, et ce jusqu'à une date où ils espèrent une rentrée de fonds. Ici encore, ce sont bien les liquidités qui sont désirées.

2<sup>o</sup> Il est intéressant de savoir que les courtiers de banques qui servirent primitivement d'intermédiaires dans les opérations du marché monétaire opéraient également sur le marché des changes, et qu'ils ont introduit la technique des opérations à terme sur le marché monétaire. Celle-ci consistait essentiellement à effectuer des arbitrages entre les taux du comptant et les taux attendus dans l'avenir, de façon à procurer aux organismes bancaires des liquidités aux taux les plus avantageux.

3<sup>o</sup> Néanmoins, la formation des taux à terme obéit à des règles différentes de la formation des taux au comptant. Quoiqu'il existe un taux de référence qui dépend des prévisions effectuées par les organismes bancaires sur l'évolution des taux et de plus en plus de quelques interventions de la Banque de France sur le marché à terme, les prêts et emprunts à terme sur le marché monétaire ne s'effectuent pas à un taux unique. La personnalité de l'emprunteur, les niveaux de ses emprunts successifs, les préférences de personnes entrent en jeu et le taux du terme est tout à fait particularisé.

Nous allons achever ici cette description du marché monétaire ; cette institution a ses aspects pittoresques, sa vie propre,

et malgré le matérialisme apparent de sa recherche, les sentiments humains se dissimulent souvent dans la rigueur des résultats comptables. Cela n'est pas notre propos d'en traiter, mais il ne faut en aucun cas les oublier, car ils expliquent en grande partie la souplesse du système.

Nous allons maintenant, pour achever notre connaissance du marché, en analyser à l'échelle micro-économique le comportement quotidien.

## D | L'ÉQUILIBRE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Le marché monétaire connaît, comme l'ensemble des marchés concurrentiels, une offre et une demande que l'on peut représenter par des courbes présentant des pentes plus ou moins accentuées selon leur sensibilité au taux d'intérêt. Nous parlerons d'abord de la demande, puis de l'offre, puis de la fixation du taux en régime de concurrence, en présence d'une certaine structure des taux de mobilisation, enfin de l'effet de la politique d'*open market*.

### I | LA DEMANDE DE CAPITAUX | AU MARCHÉ MONÉTAIRE

#### 1 — Facteurs de cette demande

Les organismes bancaires demandent des fonds au marché monétaire à l'occasion des déséquilibres existant au sein du circuit lui-même, mais en ce cas cette demande trouve une contrepartie dans une offre interne équivalente. Pour le marché tout entier l'effet est neutre. Les fonds qui sortent réellement du marché monétaire sont les fonds qui sortent du circuit bancaire, pour alimenter d'autres circuits ou d'autres marchés. Ce sont :

1<sup>o</sup> Les règlements en faveur du Trésor (paiements d'impôts, placements de Bons du Trésor, émission publique) ;



2° Les retraits des billets de banque effectués par la clientèle par le débit des comptes bancaires ;

3° Les achats de devises ou virements de fonds sur l'étranger ;

4° Les virements effectués au profit des comptes tenus dans des organismes para-bancaires ;

5° La transformation des actifs liquides en actifs placés par l'achat de titres sur le marché financier ;

6° Les ventes d'effets d'*open market* par l'Institut d'Emission.

Il faut remarquer que l'on peut saisir ces phénomènes sous deux aspects différents et soit considérer les variations de cette demande au jour le jour, soit les saisir de façon globale en cherchant à faire apparaître l'évolution du marché au cours d'une période de gestion, l'année par exemple. Nous nous intéresserons ici aux variations de la très courte période, nous réservant de traiter de l'équilibre global du marché dans la seconde partie de cette étude.

## 2 - Analyse de la courbe de demande

A) *Les différents niveaux de demandes possibles* (graphique 1). — Contrairement à l'ensemble des courbes de demandes qui, pour une certaine période, sont relativement stables, la demande de monnaie se situe au cours d'une période à différents niveaux selon la périodicité des opérations ci-dessus énumérées. Ce que l'on nomme échéances sont les périodes du mois ou de l'année où les courbes de demande de liquidité se déplacent vers la droite des graphiques.

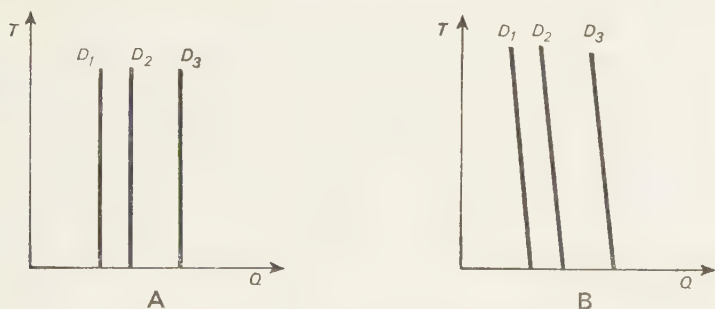
Dès que l'échéance s'est produite, la courbe se déplace tout aussi facilement vers la gauche. Ceci explique l'oscillation des taux du marché monétaire et leur forme en dent de scie.

B) *L'élasticité de la demande de liquidité au taux d'intérêt.* — Les courbes de demande de liquidités peuvent être parfaitement inélastiques au taux d'intérêt. Ce sera le cas :

a) En période d'illiquidité : celle où les banques sont obligées d'assurer chaque jour l'équilibre de leur trésorerie par le recours au marché monétaire ou à la Banque de France ;

b) S'il n'existe aucun arbitrage possible entre les différentes catégories d'avoirs ;

c) Si la banque ne peut pas avoir partiellement recours au marché des changes en transformant ses avoirs en devises en monnaie nationale.



Graphique 1. — Les courbes de demande de liquidités

Le graphique 1 A, ci-dessus, montre une telle situation, qui a souvent été caractéristique des banques françaises de 1958 à nos jours.

Au contraire, l'ensemble des réformes récentes mises en place jusqu'à ce jour au cours des quatre dernières années (1) ont toutes eu pour conséquence d'accroître cette élasticité en permettant aux banques, soit d'attendre pour se procurer des liquidités (système des réserves), soit de trouver d'autres ressources sur le marché des changes. Enfin, l'amélioration des conditions d'équilibre du système bancaire permet également aux banques d'avoir globalement des besoins de liquidités moins urgents (graphique 1 B).

## II | L'OFFRE DE LIQUIDITÉ

### 1 — Les facteurs de cette offre

La nature des capitaux qui alimentent le marché monétaire est très diverse. Une partie est constituée par des *ressources réelles*, une partie par des *ressources potentielles*. Les banques ne font effectivement pas de différence entre leurs différentes

(1) Nous analyserons l'ensemble de ces réformes au cours de notre étude.

catégories de liquidités et offrent sur le marché aussi bien les fonds qu'elles possèdent que leurs droits de tirage auprès de l'Institut d'Emission.

Nous trouverons donc successivement :

- 1<sup>o</sup> Les excédents des dépôts inutilisés sur les emplois ;
- 2<sup>o</sup> L'ensemble des droits de tirages auprès de l'Institut d'Emission, ligne d'escompte, marges disponibles sur avance sur Bons du Trésor (1), etc., puis au-delà d'un certain taux, les possibilités que donnent les diverses catégories de papier réescomptable à des taux plus élevés ;
- 3<sup>o</sup> Les fonds qui proviennent des autres circuits monétaires, règlements du Trésor, versements de billets, cession de devises, versement des établissements para-bancaires ;
- 4<sup>o</sup> Les achats par la Banque de France d'effets admis à l'*open market*.

## 2 — Analyse de la courbe d'offre de liquidité

A) *Les niveaux d'offres possibles.* — Nous constatons qu'il y a également différents niveaux d'offres de liquidité, ceux-ci étant conditionnés par des phénomènes opposés à ceux qui affectent la demande de liquidités.

La différence de ces niveaux dépend essentiellement des mouvements des transferts en provenance des circuits extra-bancaires et étrangers.

Après les diverses « échéances » défavorables au circuit bancaire, des transferts en sens contraire s'effectuent au cours des périodes intermédiaires. Les rentrées progressives de billets, les dépenses du Trésor, viennent alimenter régulièrement les dépôts des banques.

B) *L'élasticité de la courbe d'offre* (graphique 2 A). — La nature des ressources du marché n'étant pas homogène, constatons que les courbes sont diversement sensibles :

- a) Les excédents des dépôts sur les crédits sont des données ;
- b) Les transferts des circuits extra-bancaires sont assez

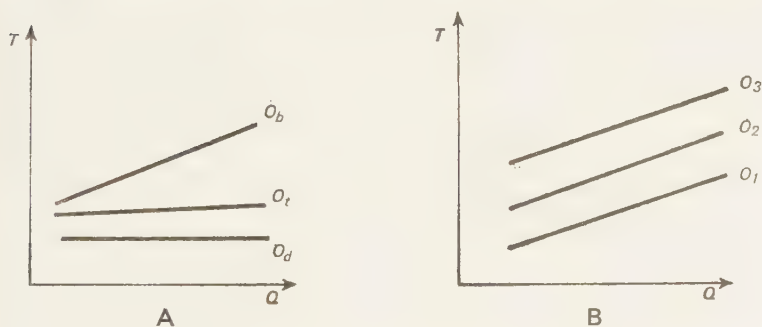
(1) Ces marges viennent d'être supprimées.

peu sensibles aux taux d'intérêts, par contre, les transferts en provenance de l'étranger sont élastiques aux taux d'intérêts ;

c) Enfin, les droits de tirage auprès de l'Institut d'Emission s'élargissent au fur et à mesure que les taux dépassent les différents paliers qui assurent aux banques un taux croissant de liquidités nouvelles (graphique 2 A).

Nous traiterons plus loin l'effet de l'existence d'une structure des taux de liquidité sur la formation de taux du marché monétaire. On peut représenter graphiquement ces différents phénomènes.

Le graphique 2 représente les courbes d'offres de liquidités.



Graphique 2. — Les courbes d'offre de liquidités

$O_d$  : Excédent des dépôts sur les crédits ;  $O_t$  : Transferts ;  $O_b$  : Offre de liquidités par l'Institut d'Emission.

Les courbes d'offres de liquidités se situent elles aussi à des niveaux différents selon la période d'activité, mais sont finalement plus sensibles aux taux d'intérêt que les demandes.

Nous allons voir :

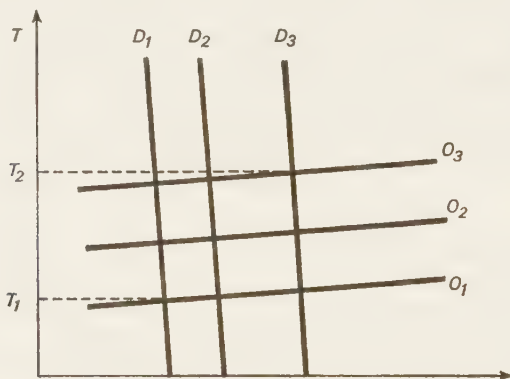
1° Comment se fixe le taux en régime de liberté ;

2° Quelle influence exerce sur la formation du taux du marché monétaire l'existence d'une structure des taux de mobilisation d'effets auprès de l'Institut d'Emission ;

3° Quelle est l'influence sur la fixation des taux des interventions de la Banque d'Emission par l'*open market*.

III | LA FIXATION  
 | DES TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE  
 | EN RÉGIME DE LIBERTÉ (graphique 3)

Nous figurons sur notre graphique trois niveaux d'offres et trois niveaux possibles de demandes caractéristiques d'une période donnée.



Graphique 3. — *La formation des taux du marché monétaire*

Nous constatons que les taux varient entre un minimum et un maximum.

Le taux maximum  $T_2$  est déterminé par la rencontre de la courbe de demande représentant le niveau le plus élevé et la courbe d'offre représentant le niveau d'offre le plus faible pour un même taux ; situation classique en fin de mois.

Le taux le plus faible  $T_1$  est déterminé par le point de rencontre de la courbe de demande la plus faible et du niveau d'offre le plus élevé.

On constate qu'à l'intérieur de la zone  $T_1 T_2$  sept autres niveaux de taux sont possibles. On peut donc s'attendre à ce que le taux du marché monétaire varie avec une certaine ampleur au cours de la période de référence dans le cas où les courbes représenteraient des élasticités supérieures au cas précédents, la zone  $T_1 T_2$  se rétrécirait, et le taux du marché monétaire serait régularisé.

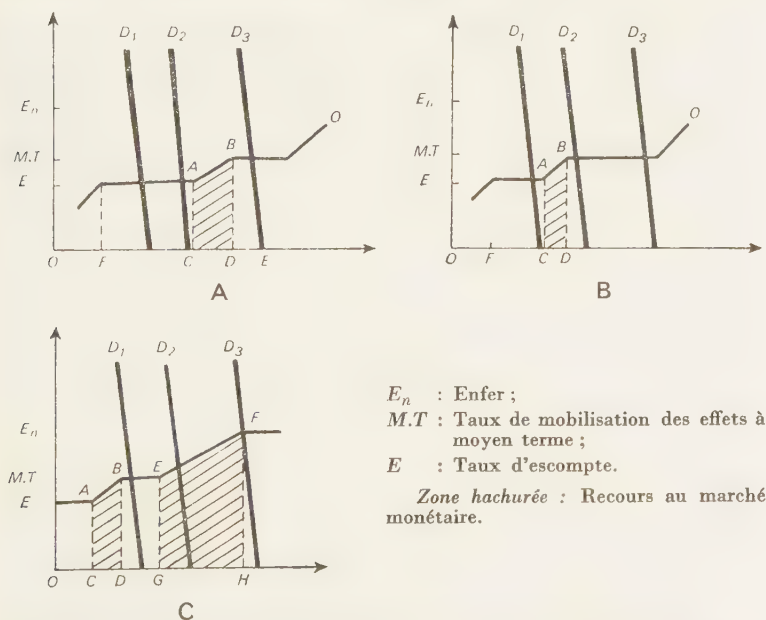


Aussi toute mesure visant à améliorer l'élasticité de l'offre et de la demande améliore le fonctionnement du marché.

Nous avons supposé ici que le taux du marché se fixait sans intervention extérieure. Que se passe-t-il si les courbes d'offre et de demande sont affectées par les taux de mobilisation de la Banque de France ?

1 - *Effet de la structure  
des taux de mobilisation  
de l'Institut d'Emission (graphique 4)*

Si l'Institut d'Emission procure à taux fixe un certain volume de liquidité au marché monétaire, la courbe d'offre de liquidité présente des paliers. En effet, pour un niveau du taux du marché monétaire égal aux taux d'escompte, l'offre de liquidité par l'Institut d'Emission est parfaitement élastique, et ce jusqu'à la limite des plafonds.



Graphique 4. — Influence de la structure des taux de la Banque de France sur le taux du marché monétaire

Le taux du marché peut, par la suite, continuer à s'élever, plus ou moins vite selon l'élasticité des autres ressources de liquidités. Le second palier, puis le troisième sont franchis de la même manière.

Ainsi, en raison des interventions de l'Institut d'Emission, le taux du marché monétaire au lieu de varier « en dent de scie » présente des paliers.

Cette structure empêche-t-elle un marché monétaire de fonctionner ?

Cela dépend de la mesure dans laquelle la banque intervient. Nous distinguons dans ces graphiques trois cas :

1° La Banque de France accorde aux banques des facilités de réescompte, au taux  $E$ . Dans notre graphique 4 A, les banques pourront se procurer  $OC$  au taux d'escompte. Seule la prise en considération de la courbe  $D_3$  permettra un recours au marché monétaire à taux croissant, pour une quantité  $CD$  de liquidités. Puis le taux butera à nouveau sur le palier du taux de mobilisation des effets à moyen terme ;

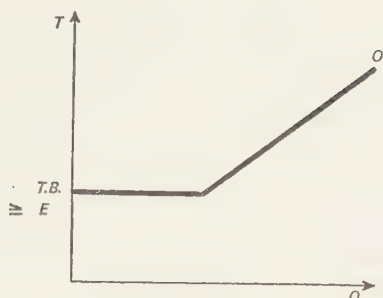
2° Pour la même structure des taux, la Banque de France diminue le plafond d'escompte. Cette fois, les banques ne pourront se procurer qu'une quantité limitée de liquidités au taux d'escompte ( $OC$ ), puis après un bref passage sur le marché monétaire, le total des liquidités sera obtenu par le réescompte de leurs effets à moyen terme ;

3° Pour une même structure de taux, la Banque offre par l'intermédiaire de l'escompte l'équilibre minimum, puis elle réduit l'importance de son concours par l'intermédiaire du moyen terme. Le marché monétaire assure ainsi  $CD$  et  $GH$  dans notre troisième graphique. Nous constatons que, dans cette dernière hypothèse, le marché monétaire résout une grande partie des transactions sur les liquidités bancaires.

## 2 - Effet de l'existence d'un taux fixe pour l'émission de Bons du Trésor (graphique 5)

Enfin, dans notre hypothèse précédente, nous avons réservé notre jugement sur le point de savoir si les transactions de la zone  $OF$  seraient traitées « en banque » ou « hors banque ».

Graphique 5  
Influence du taux  
de rentabilité  
des Bons du Trésor



Ceci n'est possible que si aucun emploi concurrentiel n'est offert au marché des liquidités.

Mais si le taux de rentabilité des Bons du Trésor est fixé de façon à assurer au souscripteur un bénéfice quelconque (taux fixé légèrement au-dessus du taux d'escompte), les possesseurs de liquidités préféreront les négocier à ce taux plutôt que de les offrir sur le marché monétaire à taux décroissant. Ainsi, au-dessous de ce niveau, l'offre de liquidité disparaîtra et c'est l'Institut d'Emission qui assurera l'alimentation du marché dans la zone *OA* (graphique 4 C).

Nous verrons par la suite quel inconvénient pour l'équilibre monétaire tout entier, a, d'après l'analyse de M. Rueff, cet effet de verrou que possède la dette publique.

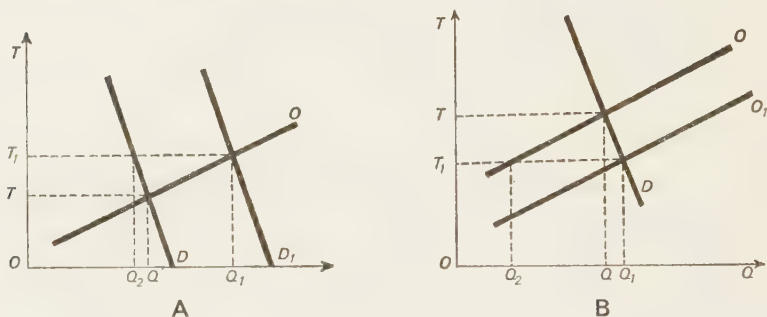
#### IV | LA FIXATION DES TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN PRÉSENCE D'UNE POLITIQUE D' « OPEN MARKET » DE L'INSTITUT D'ÉMISSION

Nous reprendrons les graphiques utilisés dans notre première hypothèse, ce qui signifie que nous admettons que l'Institut d'Emission a cessé de peser lourdement sur le taux du marché par ses mobilisations à taux fixe, par exemple parce que les plafonds d'escompte sont bas et que les mobilisations des effets à moyen terme sont relativement peu importantes (caractéristiques de la période actuelle).

Comment l'Institut d'Emission procède-t-il dans ce cas ?

Par l'*open market*, l'Institut d'Emission se dit acheteur ou vendeur à taux fixe d'effets privés et publics.

L'effet de cette intervention modifie l'équilibre spontanément réalisé sur le marché. Nous voyons l'effet de son intervention dans le graphique 6.



Graphique 6. — *Les effets de la politique d'open market*

$T$  : Taux du marché ;  $T_1$  : Taux d'intervention de la Banque de France

Dans ce graphique, le prix qui se serait fixé spontanément serait le taux  $OT$ , la Banque centrale déclare qu'elle interviendra sur le marché pour un taux  $OT_1$ . Ce taux est supérieur au taux du marché libre, aussi la Banque centrale est-elle « acheteuse » sur le marché. A ce taux, les prêteurs élèvent leurs offres de  $OQ_1$  et les emprunteurs diminuent leurs demandes à  $OQ_2$ . Finalement le taux du marché étant ainsi fixé par l'Institut d'Emission, les Banques emprunteront  $OQ_1$ , la Banque centrale achètera  $Q_1 Q_2$  et les prêteurs vendront  $OQ_1$ . La Banque aura absorbé une partie des liquidités du marché. L'intervention de l'Institut d'Emission a déplacé la courbe de demandes vers la droite ; celle-ci est venue en  $D'$ .

*Deuxième intervention* (graphique 6 B) :

La Banque fixe le taux de ses interventions d'*open market* à un niveau inférieur au taux spontané du marché. Imaginons que nous nous trouvions dans le cas où la demande de liquidité par les Banques se trouve à leur niveau le plus élevé.

Dans le graphique 6 B, nous constatons que le taux du marché libre s'étant fixé au niveau  $OT$  l'Institut a annoncé son intention d'intervenir sur le marché au taux  $T_1$ .

A ce niveau, les banques qui auraient primitivement acheté  $OQ$  accroissent leurs demandes, les prêteurs se retirent en  $OQ_2$  et la Banque centrale assure au marché monétaire  $Q_2 Q_1$  à un taux inférieur au taux de liberté. L'intervention de l'Institut d'Emission a déplacé la courbe d'offres vers le bas et l'a fait venir en  $O_1$ .

*Conclusion sur la politique d'open market.* — Par ses interventions, l'Institut d'Emission régularise les taux du marché monétaire. Or cette régularisation peut avoir sur les mouvements de capitaux flottants une grande importance, surtout après l'ouverture des frontières, car elle maintient les taux à l'intérieur de véritables « points d'entrée et de sortie des capitaux » et en régularise les mouvements, point que nous serons amenés à traiter plus complètement dans notre quatrième partie.





DEUXIÈME PARTIE

*L'ÉQUILIBRE SPONTANÉ  
DU SYSTÈME BANCAIRE*



## *L'évolution de la liquidité et des conditions d'équilibre du système bancaire français*

Nous appelons *liquidité spontanée* du système bancaire la résultante des forces qui concourent à assurer l'équilibre des flux entrant ou sortant du circuit de paiement qu'il gère.

En effet, nous nous proposons d'analyser dans cette seconde partie les conditions internes d'équilibre du système bancaire à l'exclusion des effets d'interdépendance qui le lient à l'Institut d'Emission.

Ce concept procède de la notion de liquidité du système bancaire avec lequel il ne se confond pourtant pas.

La liquidité bancaire telle qu'elle est normalement définie consiste en la mise en œuvre des moyens permettant aux banques de maximiser la rentabilité de leurs placements, sans préjudice de leur équilibre quotidien (1).

Cette liquidité fait une large place parmi ces moyens à l'Institut d'Emission ; de sorte que la tentation est assez grande, sous prétexte que l'Institut d'Emission assure à la marge l'équilibre de trésorerie des banques, d'appeler liquidité la somme des « liquidités potentielles » ou « droits de tirage » qui désignent les marges de recours à l'Institut d'Emission (2),

(1) P. DIETERLEN : On appelle liquidité l'ensemble des disponibilités actuelles et futures, certaines et aléatoires, confronté à l'ensemble des besoins courants et des engagements immédiatement et médiatement exigibles, certains et aléatoires.

(2) H. FOURNIER : La liquidité du système bancaire vise à la fois le niveau d'endettement des banques vis-à-vis de la Banque centrale et du marché monétaire d'une part, et d'autre part leur faculté de recours au réescompte de la Banque de France,

et de négliger les facteurs spontanés, résultant d'une amélioration de la gestion bancaire, et de l'accroissement de sa capacité de financement.

La distinction a un intérêt pour notre étude, dans la mesure où nous cherchons à faire apparaître si les conditions d'alimentation du marché monétaire en liquidités par le système bancaire dont il est l'émanation se sont améliorées, en dehors de toute intervention de la Banque centrale.

Cette distinction a également un intérêt dans la mesure où elle permettra d'aboutir à des conclusions différentes de celles qui seraient permises par le concept de liquidité précédemment défini.

En effet, l'apport en liquidités potentielles de l'Institut d'Emission est inclus dans le concept de liquidité bancaire ; toute diminution de cet apport devrait entraîner, si l'on adoptait cette conception, une détérioration de la liquidité bancaire, même si cette diminution résultait simplement d'une diminution des recours des banques, permise par une amélioration de leur équilibre propre.

De la même manière, une politique monétaire qui limiterait l'apport de l'Institut d'Emission aux banques serait à juste titre considérée comme restrictive de « la liquidité ». Mais de telles limites obligeraient le système bancaire à équilibrer différemment ses ressources et emplois par diminution de ces derniers, améliorant ainsi sa gestion interne.

Peut-être serait-il possible de résoudre de cette manière le paradoxe que nous présentons dans notre introduction et qui invite à croire que la liquidité du système bancaire se détériore sans cesse malgré l'amélioration indéniable des conditions de financement de l'économie nationale par le système bancaire.

Nous avons déjà signalé qu'un marché monétaire supposait une évolution favorable de la liquidité des banques. La principale objection que bien des auteurs formulent à l'encontre des projets annoncés par les instances officielles en faveur

c'est-à-dire ce qu'on appelle la liquidité potentielle. Colloque Banque de France (voir bibliographie), S.E.E.F. : « La liquidité du marché monétaire est constituée par les marges de recours dont disposent les banques vis-à-vis de l'Institut d'Emission », *L'évolution du marché monétaire depuis 1958* (nov. 64).



d'une rénovation du marché monétaire français et de son ouverture à la concurrence étrangère, est que le système bancaire français, en raison de sa faible liquidité, ne peut pas alimenter en ressources de trésoreries un marché libre, indépendant de l'Institut d'Emission. Notre but est de démontrer que si nous isolons dans la liquidité des banques les facteurs spontanés des facteurs d'interventions, nous aboutissons à des conclusions opposées. Pour ce faire, nous présentons d'abord l'analyse traditionnelle faite par les autorités monétaires et qui amène à conclure à une détérioration continue de la liquidité des banques. Nous exposons ensuite une analyse en terme de « liquidité spontanée », c'est-à-dire excluant toute incidence des interventions de la Banque de France. Cette analyse aboutit à des conclusions totalement différentes.

## A | ANALYSE TRADITIONNELLE DE LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

Les analyses de la Banque de France étudient chaque année, dans le rapport du Conseil National du Crédit, l'évolution de la liquidité bancaire à travers les variations des flux de paiements qui affectent les besoins des banques en monnaie centrale.

### I | LE BESOIN DE MONNAIE CENTRALE COMME CARACTÉRISTIQUE DU DÉSÉQUILIBRE DES PAIEMENTS DU SYSTÈME BANCAIRE

Au cours de chaque période étudiée, un certain nombre de paiements est effectué entre les organismes bancaires et l'ensemble des institutions financières, d'une part, la clientèle, d'autre part.

Les paiements intervenant à l'intérieur du circuit bancaire n'affectent pas la liquidité globale du système. Les excédents

formés dans les comptes de certaines banques peuvent être échangés en circuit fermé pour compenser les déficits d'autres banques. Aussi, un marché monétaire a-t-il d'autant plus de chance de se former que les ruptures de circuit sont moins fréquentes et d'importance moindre.

Au contraire, l'existence d'autres circuits de paiements peut modifier la liquidité bancaire. Notons que cette modification peut se faire dans les deux sens : les paiements inter-circuits peuvent laisser un solde favorable en faveur du circuit bancaire, ils peuvent au contraire détériorer la liquidité des banques.

Comment se traduit l'influence de ces différents mouvements ?

Nous avons déjà vu que chaque organisme bancaire ou extra-bancaire possède un compte dans les écritures de la Banque d'Emission et que ce compte, dont le montant minimum s'élève à 5 % des dépôts bancaires (1), constitue une réserve de trésorerie qui lui permet d'effectuer des paiements en dehors de son propre circuit. Cette réserve assure donc la transformation de la monnaie de banque en monnaie légale ou en monnaie utilisée dans les autres communautés de paiements. Aussi, tout accroissement des paiements hors du circuit bancaire se traduit dans l'immédiat par un accroissement de ses besoins en monnaie centrale.

## II | OPÉRATIONS | QUI MODIFIENT LES BESOINS DES BANQUES | EN MONNAIE CENTRALE

Elles sont de trois sortes. Ce sont en premier lieu les paiements effectués par les banques en monnaie légale ; en second lieu, les paiements en faveur ou en provenance du circuit du Trésor ; enfin, le solde des opérations extérieures. Pour que les flux de paiements soient équilibrés spontanément, il faut que les trois soldes s'annulent.

(1) Valeur initialement retenue pour le coefficient de réserve obligatoire.

Si on appelle  $B$  le volume de monnaie légale demandée au cours de l'année,  $T$  le solde des paiements en faveur du Trésor Public et  $E$  le solde des paiements extérieurs, il faut que :

$$B + T + E = 0 \quad (1)$$

Examinons les chances d'égalisation spontanée de ces soldes :

1<sup>o</sup> Il apparaît dès le premier abord que cette égalisation des flux de paiements sera difficile à obtenir, car la valeur d'un de ses termes au moins n'est pas susceptible de variations dans les deux sens. Jusqu'à présent, en effet, le volume de monnaie légale demandé par les usagers s'est accru chaque année. Or, le volume global de la masse monétaire augmentera vraisemblablement dans des proportions assez fortes au cours des prochaines années, afin de satisfaire le besoin de liquidité de l'économie. Comme la monnaie légale représente un pourcentage déterminé de la masse monétaire, la demande de billets s'accroîtra donc régulièrement en même temps.

2<sup>o</sup> Aussi nous faut-il considérer les autres soldes ;

Les flux de paiements en provenance du secteur public peuvent-ils compenser durablement les sorties de billets ? Il en serait ainsi si les dépenses de l'Etat étaient normalement supérieures à ses recettes. On peut en effet remarquer que, dans certains pays comme les Etats-Unis, la gestion de la dette publique est considérée comme un des éléments susceptibles d'agir directement sur la liquidité bancaire. Mais cette action est d'autant plus directe et efficace que le Trésor possède des comptes dans les différentes banques ordinaires et qu'il se sert de leur intermédiaire pour effectuer ses paiements courants. Dans le cas de la France, le déficit des finances de l'Etat n'alimente les circuits bancaires que s'il prend la forme d'avances de l'Institut d'Emission. Si, au contraire, l'Etat emprunte dans le public, immédiatement les liquidités sont retirées aux banques.

3<sup>o</sup> Considérons enfin le dernier solde. Un flux de paiements extérieurs toujours positif est au contraire plus facile à obtenir. Il peut se réaliser spontanément par l'excédent de la balance

(1)  $B$ ,  $T$  et  $E$  sont des flux.

commerciale, mais il peut être dû également aux emprunts que le système bancaire effectue à l'étranger, notamment sur le marché des euro-dollars. Un financement extérieur est donc toujours possible, mais il peut être préjudiciable à la monnaie d'un pays.

On peut donc admettre en conclusion de ces brèves remarques qu'il est réaliste de s'attendre à ce que le solde des facteurs conjoncturels soit normalement négatif, et que l'Institut d'Emission soit amené à intervenir.

### III | CRITIQUE DE CETTE CONCEPTION

#### *1 - Insuffisance de la notion de besoin de monnaie centrale pour définir la liquidité bancaire*

Le besoin de monnaie centrale est certes le critère le plus aisément repérable qui permette de donner une appréciation quantitative globale des charges de trésorerie bancaire. Mais les conclusions qu'on retire de l'observation de ce phénomène contredisent manifestement la réalité. Ainsi, depuis plus de dix ans, la part des billets est de plus en plus faible dans le volume global de la masse monétaire (notre tableau de la page 180 montre de son côté que le recours des banques auprès de l'Institut d'Emission diminue sans cesse jusqu'à ne représenter que 13 % de ses ressources totales). Or l'analyse des facteurs généraux incite les analystes officiels à prévoir une *détérioration de la liquidité bancaire* (1).

(1) On trouve ce raisonnement dans un article publié par *Statistiques et études financières*, novembre 1964, Evolution du marché monétaire depuis 1958 : « L'existence d'importants engagements auprès de la Banque centrale paraît devoir rester longtemps encore un trait marquant du système bancaire français.

« Pour qu'il en soit autrement, il faudrait que la liquidité bancaire s'accroisse de manière rapide et ininterrompue au cours de la période à venir du fait, soit d'entrées massives de devises, soit d'un ralentissement considérable des sorties de billets, soit d'un apport important de liquidités au marché monétaire de la part du Trésor. Le désendettement total des banques envers l'Institut d'Emission permettrait alors le fonctionnement d'un marché monétaire « hors banque » largement alimenté. Une telle hypothèse apparaît peu vraisemblable. Une situation d'excédents « structurels » de la balance des paiements ne peut, comme l'ont montré des exemples étrangers, être maintenue très longtemps sans qu'interviennent des mesures correctrices. Une modification brusque de la tendance de la circulation fiduciaire

Le raisonnement avancé est le suivant : depuis la réforme monétaire de 1958, le système bancaire a bénéficié d'un apport constant de liquidités en provenance de l'étranger, en raison d'une conjoncture internationale favorable. Mais les prévisions du Ve Plan admettent qu'avec l'ouverture du Marché commun, l'équilibre extérieur est tout ce que l'on peut raisonnablement attendre. De son côté, le Trésor public, qui alimentait régulièrement l'économie et les banques en liquidités octroyées par l'Institut d'Emission, s'est désormais fixé comme politique de ne plus se financer à court terme sur des ressources monétaires. En conséquence, ces deux soldes devront respectivement s'annuler, et ne viendront plus ainsi compenser les sorties nettes de billets. Les banques verront donc s'accroître leurs besoins de monnaie légale et, les sources traditionnelles leur faisant défaut, leur liquidité décroître constamment au cours des prochaines années.

Ainsi, quoique la part des billets diminue relativement au volume global de la masse monétaire, leur montant doit augmenter en valeur absolue, diminuant d'un montant égal la liquidité bancaire.

Si nous considérons comme l'équation d'équilibre des trésoreries bancaires l'égalité ci-dessus (1), nous serons amenés à constater que si :

*$T = 0$  et  $E = 0$ , il est impossible d'arriver à un équilibre des trésoreries bancaires qui serait  $B = 0$ .*

En fait, la simplicité de ce raisonnement nous amène à renoncer à considérer comme le seul critère de liquidité des trésoreries bancaires le solde de l'équation précédente.

En effet, la demande de billets étant liée au volume global de la masse monétaire s'accroît avec celui-ci ; or il faudrait admettre que dans tous les pays où le volume global de la masse monétaire s'accroît, le système bancaire se trouverait dans l'impossibilité de rééquilibrer seul sa trésorerie. Ceci n'est pas conforme à la réalité : aux Etats-Unis par exemple ; quoique la monnaie fiduciaire constitue 20 % de la masse

semble exclue, car, dans ce domaine, les changements sont normalement très lents. Enfin, l'éventualité d'un apport important de liquidités au marché de la part du Trésor — c'est-à-dire d'un déficit des opérations courantes de la trésorerie — paraît exclue, compte tenu de la politique actuelle en matière de gestion des finances publiques. »

(1)  $B + T + E = 0$ .



monétaire, elle n'est même pas mentionnée dans les fuites hors circuit qui limitent le coefficient multiplicateur de crédit. Pour quelle raison ? Parce que les banques, grâce à un excédent de leurs ressources sur leurs emplois, pratiquent une politique de réserves excédentaires qui les met en mesure de faire face à des demandes supplémentaires de billets en convertissant en monnaie centrale une partie de leurs avoirs.

Ceci montre bien que le problème de la liquidité bancaire est également un problème général de ressources et d'équilibre global et non point seulement un problème particulier *de ressources en moyens légaux de paiement*.

Les besoins de trésorerie ne posent pas de problèmes spécifiques, mais sont liés à la gestion d'ensemble des organismes bancaires. Or cette gestion dérive de leur rôle qui est de *recevoir des dépôts* et de *consentir des crédits*. Aussi toute amélioration intervenant dans cette gestion procure aux banques des ressources de trésorerie additionnelles qui viennent diminuer l'incidence déséquilibrante des charges nettes de trésorerie.

Si, comme c'est le cas en France, nous supposons que les bilans des banques doivent sans cesse être équilibrés, une augmentation des ressources supérieures, au cours d'une certaine période, à celle du crédit consenti, engendrera une ressource de trésorerie additionnelle qui viendra automatiquement grossir les réserves des banques. Ces réserves peuvent être converties en monnaie légale, sans accroissement de l'endettement des banques, traduisant une amélioration de la liquidité (1).

## 2 - *Confusion des notions d'endettement et de liquidité*

Il convient d'éliminer en outre un préjugé qui constitue une confusion préjudiciable à la clarté de l'analyse. On invoque

(1) Nous ne sommes donc pas d'accord avec l'idée exprimée par J. Denizet, « si la Banque centrale n'est pas partie au marché monétaire, le marché ne peut pas faire naître de monnaie centrale ».

Or la pratique des « réserves excédentaires », courante aux Etats-Unis, permet aux banques de transformer à leur convenance leurs avoirs en monnaie centrale, en laissant simplement s'accroître leurs « réserves » au-dessus du taux requis, *Monnaie et financement*, Dunod, 1967.

souvent à l'encontre de la liquidité bancaire l'idée qu'elle se heurte irrémédiablement à l'endettement des banques vis-à-vis de l'Institut d'Emission.

Ce problème est faussé par la confusion de deux notions pourtant différentes, *celle d'endettement bancaire net* et celle de *liquidité bancaire proprement dite*. Pour éclairer notre pensée, nous ferons appel à une autre notion qui nous est beaucoup plus familière et qui concerne l'endettement du Trésor public.

Le Trésor a à gérer la dette à court terme qui résulte des déficits cumulés des années antérieures. Par contre, il peut au cours d'un exercice avoir une gestion équilibrée, et donc ne pas faire appel à des ressources monétaires nouvelles.

Ainsi, dette flottante et équilibre budgétaire peuvent coïncider.

Les banques de leur côté se sont, entre 1948 et 1958, progressivement endettées auprès de l'Institut d'Emission. Le solde cumulé des interventions de la Banque de France nous donne la mesure de *l'endettement net des banques*.

D'un autre côté, la gestion bancaire au cours de chaque période de gestion laisse apparaître un besoin non compensé de monnaie centrale, et les banques recourent à l'Institut d'Emission pour le satisfaire. Mais ce solde annuel est de son côté *susceptible de variations dans les deux sens* : il peut s'accroître ou décroître ; il peut dans certaines périodes exceptionnelles, comme l'année 1964, être nul.

C'est la valeur de ce recours annuel qui nous semble représenter le mieux l'évolution de la liquidité bancaire. S'il diminue, on pourra considérer qu'au cours de la période considérée les banques ont bénéficié de ressources qu'elles se sont procurées non pas auprès de l'Institut d'Emission mais sur le marché monétaire, alimenté lui-même par un excédent de ressources des banques sur leurs emplois.

L'endettement des banques n'est pas en soi un obstacle à leur liquidité, il en est la conséquence. Cette liquidité peut donc très bien s'améliorer période par période sans que l'endettement disparaisse. Il suffira que l'apport demandé au cours de chaque exercice soit inférieur à l'apport précédemment demandé ; ce fait seul démontrera que les opérations de la

période se sont faites dans de meilleures conditions que celles de la période antérieure.

Ainsi une progression des ressources des banques et une amélioration progressive de leur liquidité peuvent très bien coïncider avec le maintien d'un endettement important. Pour parvenir à un désendettement total, il faudrait que la progression du besoin des banques en monnaie légale cesse presque complètement : ceci suppose soit un arrêt de l'expansion monétaire, soit une très forte diminution des billets en circulation, proportionnellement au total de la masse monétaire.

Cela nous amène à poser la question suivante : *Est-ce que la liquidité bancaire et l'endettement bancaire ne sont pas compatibles ?*

Ce qui apparaît à première vue comme un paradoxe est un fait après tout normal : depuis sa création, la Banque de France a toujours tenu à apporter sa contribution à la création monétaire. Dans le cas où le volume de la masse monétaire reste stable, il est normal que les banques n'éprouvent pas de besoin en monnaie légale supplémentaire ; au contraire, si le volume de la masse monétaire évolue, comme c'est le cas à l'heure actuelle, il apparaît normal qu'une partie tout au moins du besoin de monnaie légale supplémentaire soit satisfaite par l'Institut d'Emission au moyen d'aide globale apportée aux banques qui constitue les « liquidités potentielles » dont le principe n'a jamais été mis en question.

Si l'on est arrivé à mettre en doute sa viabilité, c'est que des excès de toutes sortes avaient exagéré ce recours, en liant structurellement l'Institut d'Emission par des droits de tirage sans cesse accrus (1).

Il ne s'agit donc pas non plus de tomber dans l'excès inverse et d'exiger des banques qu'elles se désendettent massivement auprès de l'Institut d'Emission.

Il nous semble au contraire tout à fait cohérent que coexiste un marché monétaire qui recueille l'accroissement des ressources que les banques tirent de l'amélioration de leur liquidité, et un apport de l'Institut d'Emission qui assure ainsi au cours de tout processus d'expansion de la masse monétaire sa participation à la création monétaire.

(1) Nous étudierons cette question dans notre troisième partie.

B | LA LIQUIDITÉ DES BANQUES  
DÉFINIE A TRAVERS L'ÉVOLUTION  
DES CONDITIONS D'ÉQUILIBRE  
DU SYSTÈME BANCAIRE

Un accroissement net des fuites hors du circuit bancaire déterminé par les facteurs généraux de la liquidité bancaire tels que nous les avons précédemment définis a une incidence défavorable pour la liquidité bancaire (1).

Mais nous nous proposons, pour notre part, de démontrer que les banques peuvent connaître corrélativement un accroissement net de leurs ressources de trésoreries qui va partiellement compenser l'effet défavorable de la sortie de billets, de sorte que la charge de trésorerie, si elle reste finalement positive, n'augmentera pas en réalité, mais au contraire présentera une diminution constante.

I | CONSTRUCTION DU MODÈLE

*1 - Le modèle statique*

Les hypothèses sont les suivantes :

- $T = 0$  ;
- $E = 0$ , il n'y a donc aucun apport à attendre des facteurs généraux de la liquidité bancaire qui resteront neutres au cours de la période ;
- en outre, nous ignorerons le phénomène de « réserves ».

Aussi l'expansion de la masse monétaire est-elle intégralement commandée par l'expansion du crédit : celle-ci sera supportée par les banques, puis, en raison de leurs besoins de trésorerie, par l'Institut d'Emission.

(1) Hypothèse du raisonnement présenté pp. 104 et s.

Nous aurons donc  $C = D + B$  ( $C$  = crédit,  $D$  = dépôts,  $B$  = billets) qui est tout simplement l'équation de la masse monétaire, que nous pouvons écrire, si nous nous plaçons du point de vue de la trésorerie des banques :

$$C - D = B$$

ce qui signifie que tout crédit distribué par les banques se répartit rapidement en monnaie légale et monnaie de banque obligeant les banques à se procurer un volume de billets proportionnel à tout crédit distribué.

$B$  est la charge nette de trésorerie égale à  $C - D$ . Cette égalité est une simple équation de définition.

## 2 - Le modèle dynamique (1)

Dynamisons notre modèle en introduisant les hypothèses suivantes :

1° Le volume de la monnaie croît constamment ;

2° La part de la monnaie légale dans le volume global de la masse monétaire diminue constamment, c'est-à-dire que l'accroissement de  $D$  est supérieur à l'accroissement de  $B$ .

Ceci conformément aux données d'observation que nous avons faites.

A partir d'un état donné de la masse monétaire

$$C = B + D$$

nous allons obtenir, du fait de l'accroissement prévu de la masse monétaire (2) :

$$\Delta C = \Delta D + \Delta B$$

ou encore

$$\Delta C - \Delta D = \Delta B.$$

*Il y a donc toute chance pour que la valeur  $\Delta C - \Delta D$  soit positive* puisque les deux grandeurs croissent en même temps quoique à des vitesses différentes.

(1) « La dynamique consiste à étudier le comportement temporel des grandeurs en tant que taux de variations », B. DUCROS, *Fluctuations et croissance* (cours 1967-1968).

(2) A partir de ce moment, nous allons raisonner en terme de flux, c'est-à-dire de « l'écoulement des valeurs par unité de temps », B. DUCROS, *Fluctuations et croissance* (cours).



L'équilibre sera donc assuré par un apport de l'Institut d'Emission.

Au cours de la période suivante,  $\Delta C$  et  $\Delta D$  continuent de croître, mais à des vitesses toujours différentes. Or, compte tenu du fait que  $D$  s'accroît par hypothèse à un rythme supérieur à  $C$ , il est mathématiquement démontré que la différence  $\Delta C - \Delta D$  va décroître (1). L'apport de l'Institut d'Emission est donc inférieur.

Illustrons notre explication dans l'exemple suivant :

- la masse monétaire s'accroît au rythme de 8 % l'an (2) ;
- les dépôts se forment à la vitesse de 10 % ;
- les dépôts constituent 70 % de la masse monétaire au temps  $t_0$ .

La masse monétaire à la période  $t$  est égale à 100.

Dans le tableau suivant, nous considérons que la valeur  $\Delta C - \Delta D$  représentant la charge de trésorerie nette du système bancaire, son évolution s'effectuera en sens inverse de la liquidité bancaire.

|                | $C$    | $D$    | $\Delta C$ | $\Delta D$ | $\Delta C - \Delta D$ | Endet-<br>tement<br>net<br>$C - D$ |
|----------------|--------|--------|------------|------------|-----------------------|------------------------------------|
| $t_0$ .....    | 100    | 70     |            |            |                       | 30                                 |
| $t_1$ .....    | 108    | 77     | 8          | 7          | 1                     | 31                                 |
| $t_2$ .....    | 116,64 | 84,7   | 8,64       | 7,7        | 0,94                  | 31,94                              |
| $t_3$ .....    | 125,97 | 93,17  | 9,33       | 8,47       | 0,86                  | 32,80                              |
| $t_4$ .....    | 136,04 | 102,48 | 10,07      | 9,31       | 0,76                  | 33,56                              |
| $t_5$ .....    | 146,92 | 112,72 | 10,88      | 10,24      | 0,64                  | 34,20                              |
| $t_6$ .....    | 158,67 | 123,99 | 11,75      | 11,27      | 0,48                  | 34,68                              |
| $t_7$ .....    | 171,36 | 136,38 | 12,69      | 12,39      | 0,30                  | 34,98                              |
| $t_8$ .....    | 185,06 | 150,01 | 13,70      | 13,63      | 0,07                  | 35,06                              |
| $t_9$ .....    | 200,06 | 165,01 | 15         | 15         | 0                     | 35,06                              |
| $t_{10}$ ..... | 216    | 181,51 | 16         | 16,50      | — 0,50                | 34,56                              |

## II | LES CONCLUSIONS DU MODÈLE

Quoique simplifié, ce modèle n'est pas irréaliste. Les taux de croissance retenus ont été calculés en prenant la moyenne des taux de croissance français de 1961 à 1966.

(1) Voir cette démonstration pp. 115 et s.

(2) Valeurs choisies par référence à la situation des années 1961-1966.

1<sup>o</sup> Nous constatons que la valeur  $\Delta C - \Delta D$  décroît pendant huit périodes ; comme  $\Delta C - \Delta D$  mesure la sortie nette de monnaie légale du circuit bancaire, la liquidité des banques s'accroît donc constamment.

A partir de la 9<sup>e</sup> période, l'accroissement des transferts favorables au système bancaire  $\Delta D$  est supérieur à l'accroissement de crédits qu'il consent.

A partir de ce moment, on ne peut plus dire que l'accroissement de  $\Delta C$  est représentatif de l'évolution de la masse monétaire.  $\Delta C - \Delta D$  devenant négatif, il n'y aura plus de fuite en billets nouvellement émis, hors du circuit bancaire. La masse monétaire suivra dès lors l'évolution de  $\Delta D$ .

2<sup>o</sup> Nous constatons par ailleurs que cette amélioration de la liquidité de la période n'empêche pas l'endettement des banques de s'accroître pendant sept périodes. A partir du moment où les encaisses en billets étant saturées on ne constate plus d'émission de monnaie fiduciaire au cours de la période, les banques peuvent commencer à se désendetter auprès de l'Institut d'Emission.

On peut en conclure que lorsque la monnaie connaît un phénomène général d'accroissement, étant donné qu'il apparaît que cette expansion se fait à partir d'un certain moment en faveur de la monnaie détenue en comptes courants, l'amélioration de la liquidité bancaire accompagne normalement l'expansion monétaire.

En conclusion et si cette situation était caractéristique de la situation monétaire française, on pourrait considérer qu'il faudrait encore cinq ou six ans aux banques pour commencer à se désendetter auprès de la Banque de France, et que dans sept ans l'équilibre de la période serait assuré sans recours à l'Institut d'Emission.

Cette évolution est *si vraisemblable* que le système des réserves a été institué pour compenser l'effet de cette libération progressive, et que le taux choisi sera vraisemblablement augmenté au fur et à mesure que la part de la monnaie légale diminuera dans le volume global de la masse monétaire.

3<sup>o</sup> La considération des variations annuelles des flux monétaires nous a amenés à tenir compte à la fois des taux de variations des phénomènes et des différences existant entre ces taux.

Nos hypothèses de départ nous ayant permis de constater

que, l'évolution de la masse monétaire étant supérieure à l'évolution du volume de monnaie fiduciaire, une des composantes de la masse monétaire, en l'occurrence la monnaie de banque, profitait dans une proportion plus que proportionnelle de ce rythme d'accroissement. Chaque année une partie de la monnaie légale qui aurait dû être formée dans l'hypothèse de taux d'accroissements égaux est allée alimenter un accroissement induit des dépôts bancaires.

*Aussi les banques seront-elles alimentées en monnaie centrale, non seulement par des facteurs variables, les soldes  $T$  et  $E$ , mais par un facteur induit de l'évolution de la masse monétaire elle-même.* Ce modèle qui trouve en lui-même l'origine de son évolution est donc un modèle dynamique susceptible de fournir une explication d'un mouvement irréversible.

4° L'institution de réserves obligatoires.

Elles vont retarder, mais non contrarier le processus, qui s'accélérera à partir du moment où la fuite initiale ( $\Delta C - \Delta D$ ) devient négative.

Appelons  $R$  les réserves,  $\Delta R$  leur accroissement,  $F$  les sommes des fuites ( $\Delta C + \Delta R - \Delta D$ ).

Prenons comme taux de réserve 4 % des dépôts.

|          | $R$  | $\Delta R$ | $F$<br>$(\Delta C - \Delta D + \Delta R)$ |      |          |
|----------|------|------------|-------------------------------------------|------|----------|
| $t_0$    | 2,8  |            |                                           |      | $t_0$    |
| $t_1$    | 3,08 | 0,28       | 1,28                                      | 1,28 | $t_1$    |
| $t_2$    | 3,38 | 0,3        | 1,24                                      | 1,24 | $t_2$    |
| $t_3$    | 3,72 | 0,34       | 1,16                                      | 1,20 | $t_3$    |
| $t_4$    | 4,09 | 0,37       | 1,07                                      | 1,13 | $t_4$    |
| $t_5$    | 4,50 | 0,41       | 1,07                                      | 1,05 | $t_5$    |
| $t_6$    | 4,95 | 0,45       | 0,97                                      | 0,93 | $t_6$    |
| $t_7$    | 5,45 | 0,50       | 0,96                                      | 0,80 | $t_7$    |
| $t_8$    | 6,00 | 0,55       | 0,55                                      | 0,62 | $t_8$    |
| $t_9$    | 6,60 | 0,60       | 0,30                                      | 0,60 | $t_9$    |
| $t_{10}$ | 7,26 | 0,66       | 0,01                                      | 0,16 | $t_{10}$ |

### III | GÉNÉRALISATION DU MODÈLE

*Soient :*

- $C_t$  l'encours des crédits distribués à la fin de la période  $t$  ( $C_0$  l'encours initial) ;  
 $D_t$  l'encours des dépôts à la fin de la période  $t$  ( $D_0$  l'encours initial) ;

$T_1$  et  $T_2$  les taux d'accroissement annuels des crédits distribués et des dépôts bancaires supposés indépendants de la période  $t$  (constants).

*L'encours des crédits bancaires à la fin de la période  $t$  s'écrit :*

$$C_t = C_{t-1}(1 + T_1) = \dots = C_0(1 + T_1)^t$$

*de même :*

$$D_t = D_{t-1}(1 + T_2) = \dots = D_0(1 + T_2)^t$$

*L'endettement net s'écrit :*

$$E_t = C_t - D_t = C_0(1 + T_1)^t - D_0(1 + T_2)^t$$

A l'instant initial  $t = 0$ ,  $C_0 > D_0$ .

En posant

$$\begin{aligned} \log(1 + T_1) &= c \\ \log(1 + T_2) &= d \end{aligned}$$

$$E_t = C_0 e^{ct} - D_0 e^{dt}$$

$$\frac{dE_t}{dt} = cC_0 e^{ct} - dD_0 e^{dt}$$

si  $cC_0 - dD_0 > 0$  ou encore  $\frac{\log(1 + T_1)}{\log(1 + T_2)} > \frac{D_0}{C_0}$ .

L'endettement net va commencer par s'accroître  $\left(\frac{dE}{dt} > 0\right)$ .

Cet endettement va passer par un maximum qui correspondra à la période où  $\frac{dE}{dt}$  s'annulera.

Cette période  $t_1$  est définie par la relation :

$$cC_0 e^{ct_1} = dD_0 e^{dt_1}$$

$$\frac{cC_0}{dD_0} = e^{(d-c)t_1}$$

$$(d - c)t_1 = \log \frac{cC_0}{dD_0}$$

$$t_1 = \log \frac{cC_0}{dD_0} \frac{1}{d - c}$$

Après cette période, l'endettement va diminuer  $\left(\frac{dE}{dt} < 0\right)$ .

On peut représenter sur un graphique l'endettement en fonction du temps (cf. graphique 7). Les périodes de croissance correspondant à celles où :

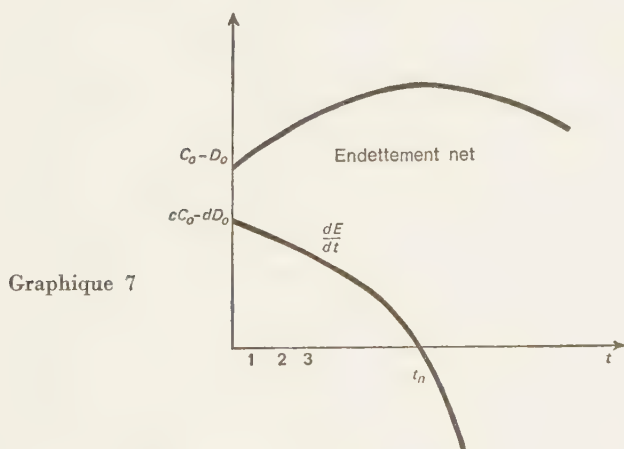
$$\frac{dE}{dt} < 0$$

et de décroissance, à celles où :

$$\frac{dE}{dt} > 0$$

N. B. — La condition  $cC_0 - dD_0 > 0$  est vérifiée si :

$$\frac{T_1}{T_2} > \frac{D_0}{C_0}.$$



#### IV | DISCUSSION DES HYPOTHÈSES

Notre modèle repose sur trois hypothèses : la première est la neutralité des opérations du Trésor public et des relations extérieures ; la seconde est la décroissance de la part relative de la monnaie légale dans la circulation monétaire, et la croissance relative des dépôts des banques ; la troisième enfin est la croissance des différentes variables à des vitesses uniformes.

Nous devons reprendre ces hypothèses pour juger de l'aptitude qu'a notre modèle à analyser concrètement la situation



de la liquidité bancaire française. Nous retiendrons d'abord la deuxième hypothèse qui est une donnée d'observation, et que nous pourrions facilement démontrer. Mais nous serons amenés à abandonner les deux hypothèses de travail que nous avons adoptées, la neutralité du Trésor et de l'étranger, d'une part, l'hypothèse des vitesses uniformes, d'autre part.

### 1 — Les hypothèses réalistes

La décroissance de la part de la monnaie légale dans le volume total de la masse monétaire.

1) La décroissance de la part de monnaie légale dans le volume total de la masse monétaire est un phénomène de grande ampleur. Pour s'en tenir aux dix années qui séparent 1955 de l'année 1965, on a vu la part de la monnaie légale s'abaisser de 50 % à 33 % de la masse monétaire (1).

Ce phénomène a-t-il des chances de se poursuivre ? Il semble que oui. Tout d'abord pour des raisons purement conjoncturelles, l'élévation du niveau de vie amènera un nombre croissant de particuliers à avoir une propension à consommer des biens de première nécessité inférieure à 1 et à disposer d'encaisses thésaurisées. Or ces encaisses thésaurisées le seront de moins en moins sous forme de billets de banques et se constitueront plus volontiers sous forme de comptes bancaires. En outre, on a admis que les taux de liquidité des pays anglosaxons étaient beaucoup plus élevés que les taux français. On peut également constater que, dans ces pays, la proportion de billets est beaucoup plus faible qu'ailleurs, comme si les encaisses en monnaie légale étaient beaucoup plus vite saturées que les encaisses en monnaie de banques. On peut considérer en effet que la croissance de la masse monétaire accompagne un phénomène d'expansion économique et que, dès lors, la part des opérations qui portent sur des consommations de biens de première nécessité, payées en billets, diminue au profit des opérations sur biens durables ou entre entreprises commerciales qui sont réglées par chèques et virements.

(1) Ces chiffres descendent encore. Le pourcentage B./M. est de 30,1 en 1967 et 29,6 en décembre 1968 (Source : *Statistique et étude financière*, juillet 1969).

2) La croissance de la part relative de la monnaie de banque.

Les réformes récentes du crédit contribueront certainement à canaliser ces moyens de paiement dans les comptes des banques. On trouve deux séries de mesures qui, malgré la différence de leur portée de principe, contribuent à accroître la part des dépôts bancaires dans la masse monétaire globale.

Les premières mesures ont simplement tendu à élargir la pratique du chèque dans les transactions courantes. La réforme du code civil et son incidence sur les ouvertures de comptes des femmes mariées, la pratique du chèque systématisée pour des opérations qui normalement s'effectuaient en monnaie légale (transactions intervenant sur certains marchés agricoles), l'alignement prévu des pénalités applicables aux découverts bancaires sur la réglementation des chèques postaux sont autant de mesures destinées à accroître le volume des comptes bancaires.

La réforme de structures qui donne aux banques la possibilité de récolter des ressources d'épargne proprement dites va dans le même sens. La formation des comptes d'épargne liée au financement par les particuliers de la construction immobilière, la suppression du terme de deux ans pour les dépôts des établissements de crédit à court terme, et la possibilité de récolter des dépôts à vue pour les banques d'affaires sont autant de mesures destinées à entraîner des transferts en provenance à la fois du circuit de monnaie légale, comme nous l'avons déjà vu, mais également du circuit du Trésor public qui était jusqu'à présent le seul à récolter des dépôts d'épargne dans ses Caisses d'Epargne. On peut donc considérer comme durable le mouvement amorcé au cours des dernières années et amplifié par l'accroissement des dépôts à terme des banques.

Le tableau ci-dessous illustre par des données chiffrées ce double phénomène.

*Importance relative des billets et monnaies divisionnaires  
dépôt à vue et disponibilités monétaires gérées par des banques <sup>(1)</sup>*

|                  | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Billets .....    | 37,5 | 35   | 34,3 | 33,6 | 32,4 | 30,1 | 27   |
| Dépôts .....     | 54,7 | 56,1 | 56,1 | 56,3 | 55,9 | 52,5 | 52,8 |
| Quasi-monnaie .. | 9,6  | 8,9  | 9,6  | 10,1 | 11,7 | 17,4 | 20,2 |
|                  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  |

(1) Source : *Annexes au XXII<sup>e</sup> Rapport du Conseil National du Crédit.*

Rappelons que la quasi-monnaie formée par les dépôts à terme et compte d'épargne des banques n'est pas comptée dans le calcul de la masse monétaire, mais fait partie des liquidités des banques.

2 - *Abandon de l'hypothèse  
de la neutralité des opérations du Trésor  
et des relations avec l'étranger*

Notre modèle d'équilibre a été construit sur la décroissance de la valeur  $\Delta C - \Delta D$ , le crédit distribué par les banques étant la seule origine de la création monétaire. Il suffisait donc que la masse de dépôts, qui en était la conséquence, soit supérieure à la fuite de la monnaie légale pour que la liquidité du système bancaire s'améliore.

Si nous réintroduisons l'effet des opérations du Trésor et des relations extérieures, nous serons amenés à écrire :

$$\Delta T + \Delta E + \Delta C + \Delta D = \Delta B$$

et pour que l'équilibre s'améliore, il faudra que :

$$\Delta T + \Delta E + \Delta C - \Delta D$$

soit décroissant. Peut-on le supposer *a priori* ?

Nous pouvons constater qu'en effet cette égalité peut s'écrire :

$$\Delta T + \Delta E + \Delta C = \Delta D + \Delta B$$

qui est l'équation de la masse monétaire. Notre modèle ne peut donc pas changer puisque, selon l'*hypothèse fondamentale* sur laquelle repose tout notre modèle et que nous venons de vérifier, la croissance des dépôts est supérieure à la croissance de la masse monétaire. En conséquence, si nous appelons :

$$\Delta M = \Delta T + \Delta E + \Delta C$$

nous pouvons également affirmer que :

$\Delta M - \Delta D$  doit, étant donné le maintien de l'hypothèse fondamentale, décroître comme précédemment  $\Delta C - \Delta D$ .

Remarquons enfin que si nous confrontons notre égalité à l'équation d'équilibre définie au début de cette étude d'après

les critères du Conseil National du Crédit,  $\Delta T + \Delta E + \Delta B = 0$ , nous constatons que nous avons réintroduit dans cette équation un élément dynamique qui y manquait et qui est justement la valeur  $\Delta C - \Delta D$  :

$$\begin{array}{l} \text{à la place de} \quad \Delta T + \Delta E = \Delta B \\ \text{nous avons} \quad \Delta T + \Delta E + (\Delta C - \Delta D) = \Delta B \end{array}$$

ce qui nous permet maintenant d'affirmer, sans équivoque possible, qu'un accroissement de la fuite dans le circuit de la monnaie légale peut être compensé sans recours à l'Institut d'Emission, soit par un déficit de la Trésorerie publique, soit par une entrée de devises, soit enfin par un excédent des ressources des banques sur leurs emplois.

3 - *L'abandon de l'hypothèse  
de croissance uniforme des variables  
et ses conséquences sur l'analyse de l'équilibre  
à court terme du système bancaire*

a) L'observation des variations de la masse monétaire au cours des dernières années donne les précisions suivantes sur la croissance des différentes variables :

*Progression annuelle comparée des disponibilités monétaires <sup>(1)</sup>*

|            | Taux de progression                                 |                                          |              |
|------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------|--------------|
|            | % de l'ensemble<br>des disponibilités<br>monétaires | Billets<br>et monnaies<br>divisionnaires | Dépôts à vue |
| 1960 ..... | 12,3                                                | 6,7                                      | 16,8         |
| 1961 ..... | 16,5                                                | 13,8                                     | 18,4         |
| 1962 ..... | 16,9                                                | 12,8                                     | 19,8         |
| 1963 ..... | 16,7                                                | 12,8                                     | 19,3         |
| 1964 ..... | 10,2                                                | 8,9                                      | 11           |
| 1965 ..... | 9                                                   | 7,9                                      | 9,7          |
| 1966 ..... | 8,9                                                 | 6,6                                      | 10,4         |

(1) Source : XXI<sup>e</sup> Rapport du Conseil National du Crédit.

Le rythme d'accroissement de la masse monétaire elle-même est très variable. Il est par exemple en 1966 la moitié de ce qu'il était en 1962.

Nous constatons par ailleurs que si les dépôts ont indéniablement une vitesse de formation supérieure à celle des billets, celle-ci est sujette à des phénomènes d'accélération et de décélération plus brutales, et qu'ainsi, en 1964, le taux de progression des billets se ralentit moins vite que celui des dépôts.

La formation de la masse monétaire est donc un phénomène discontinu. En conséquence, si le schéma que nous avons présenté donne une version vraisemblable de *l'évolution à long terme de l'équilibre bancaire*, puisqu'il apparaît clairement que le rapport Billets/Masse monétaire décroît constamment, l'abandon de l'hypothèse de la constance des taux de progression nous oblige à reconsidérer, *dans la courte période*, l'hypothèse selon laquelle les variations des billets et des dépôts sont continuellement favorables à ces derniers.

*b) L'abandon de l'hypothèse de vitesse uniforme doit nous obliger à modifier notre modèle d'équilibre.* — Nous avions précédemment admis et démontré (1) que  $\Delta C - \Delta D$  était décroissant. Nous savons maintenant qu'il n'en est rien et qu'étant donné une accélération possible des billets qui accompagnerait une décélération possible des dépôts, l'équilibre bancaire pourrait être perturbé dans la courte période.

Il faut tout de même remarquer que l'intérêt de cette analyse était moins le fait que les vitesses étaient constantes que la conclusion que nous en tirions et qui était la décroissance de la valeur de  $\Delta C - \Delta D$  indispensable pour que le système bancaire s'achemine vers une situation d'équilibre.

Mais il est possible de passer de l'analyse de séries théoriques à l'observation des grandeurs réelles. Il suffira de modifier en conséquence notre instrument d'analyse :

*Si, en effet, l'augmentation de la masse monétaire s'effectue de telle sorte qu'au cours d'une période donnée les dépôts s'accroissent plus que les sorties de billets, la liquidité est améliorée.*

Appelons  $\Delta_2 D$  la variation du flux  $\Delta D$ .

$\Delta_2 B$  la variation du flux  $\Delta B$ .

Nous pourrions conclure à une amélioration de la liquidité bancaire chaque fois que la variation des flux est favorable

(1) Etant donné nos hypothèses.



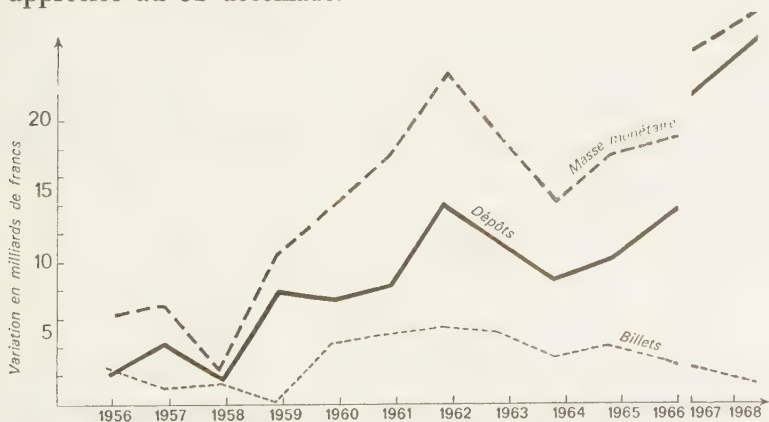
à l'accroissement des dépôts, c'est-à-dire chaque fois que :  $\Delta_2 D - \Delta_2 B$  est supérieur à 0.

Ce dernier instrument d'analyse va nous permettre d'examiner l'évolution de la liquidité bancaire en 1955 et 1966. Nous en donnerons d'abord une présentation graphique très significative.

### C | ANALYSE CONJONCTURELLE DE L'ÉVOLUTION DE LA LIQUIDITÉ BANCAIRE AU COURS DE LA PÉRIODE 1955-1966

#### 1 — L'évolution des différentes composantes de la masse monétaire

Pour établir le graphique suivant (graphique 8), nous avons utilisé les chiffres cités (1). Nous avons en ordonnée la variation annuelle du flux de monnaie créée et de ses composantes, et en abscisse les périodes annuelles. La valeur du flux est appréciée au 31 décembre.



Graphique 8. — Variation annuelle de la masse monétaire et de ses composants

Nous constatons que les courbes ont une allure cyclique, et qu'elles présentent des phases d'accélération puis de décélération.

(1) Voir p. 179.

La courbe de monnaie légale a une certaine indépendance dans son comportement jusqu'en 1960, mais il faut relier ce phénomène à la conjoncture de l'époque et à la méfiance du public à l'égard des billets au moment de la réforme monétaire, puis à la reconstitution des encaisses en monnaie légale.

L'accélération progressive de la croissance de monnaie légale apparaît. Mais l'on peut constater que les courbes, même lorsqu'elles évoluent dans le même sens, diffèrent quant à l'amplitude des variations. Ainsi, entre 1962 et 1963, la courbe de la demande de billets décroît moins fortement que la courbe des dépôts. Au contraire, dans les phases de croissance de la masse monétaire, l'accélération du rythme d'accroissement des dépôts se fait aux dépens du rythme d'accroissement des billets. Cela illustre donc tout à fait notre thèse selon laquelle la *liquidité* des banques *dépend à court terme* des rythmes de croissance de ses composantes, tandis qu'à long terme elle s'améliore du fait de la décroissance progressive de la part de  $B$ , dans le volume global de la masse monétaire.

2 - *L'évolution de l'influence  
de la demande de billets  
à partir des données réelles*

Le tableau suivant confronte : I, Les valeurs nettes des composantes de la masse monétaires ; II, Les flux formés dans l'année ; III, Les variations de flux.

Nous appellerons :

|              |                                      |
|--------------|--------------------------------------|
| $D$          | : les dépôts                         |
| $B$          | : les billets                        |
| $\Delta D$   | : l'accroissement annuel des dépôts  |
| $\Delta B$   | : l'accroissement annuel des billets |
| $\Delta_2 D$ | : la variation de $\Delta D$         |
| $\Delta_2 B$ | : la variation de $\Delta B$         |

La confrontation des parties I et II du tableau montre que la décroissance de la part de la valeur relative de  $B$  dans la masse monétaire s'accompagne d'une décroissance de son influence globale sur la liquidité.

La partie II du tableau explique cette décroissance : si les flux formés sont comparables jusqu'en 1960, ils accusent des différences en valeur absolue de plus en plus grandes

après cette date. Les variations qui les concernent sont donc plus faiblement ressenties.

Au total, l'effet est de moins en moins souvent défavorable à la liquidité bancaire et la somme des variations observées au cours de ces douze années donne un gain de liquidités de 10 milliards de francs environ. Cela n'a certes pas suffi à entraîner un désendettement global à l'égard de la Banque de France, mais cela a diminué considérablement le recours des banques à l'Institut d'Emission qui, comme nous le verrons dans notre troisième partie, est passé de 35 % en 1955 à 18 % de l'ensemble des ressources en 1966.

*Amélioration de la liquidité des banques  
due à la décroissance de la part des billets  
dans le total de la masse monétaire  
(milliards de francs)*

|                                                       | <i>I</i><br><i>Valeurs nettes</i> |                 | <i>II</i><br><i>Flux</i> |                   | <i>III</i><br><i>Variations des flux</i> |                     | <i>Effet<br/>sur la<br/>liquidité<br/>bancaire<br/>(5-6)</i> |
|-------------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------|--------------------------|-------------------|------------------------------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------|
|                                                       | <i>D</i><br>(1)                   | <i>B</i><br>(2) | $\Delta D$<br>(3)        | $\Delta B$<br>(4) | $\Delta_2 D$<br>(5)                      | $\Delta_2 B$<br>(6) |                                                              |
| 1955 .....                                            | 26,43                             | 28,53           |                          |                   |                                          |                     |                                                              |
| 1956 .....                                            | 29,01                             | 31,14           | 2,58                     | 2,61              |                                          |                     |                                                              |
| 1957 .....                                            | 33,50                             | 32,68           | 4,49                     | 1,44              | + 1,91                                   | — 1,17              | + 3,08                                                       |
| 1958 .....                                            | 35,31                             | 34,39           | 1,81                     | 1,71              | — 2,68                                   | + 0,27              | — 2,85                                                       |
| 1959 .....                                            | 43,86                             | 34,95           | 8,55                     | 0,56              | + 6,74                                   | — 0,15              | + 6,89                                                       |
| 1960 .....                                            | 51,68                             | 39,32           | 7,82                     | 4,37              | — 0,73                                   | + 3,81              | — 4,54                                                       |
| 1961 .....                                            | 61,08                             | 44,35           | 9,40                     | 5,03              | + 1,58                                   | + 0,66              | + 0,92                                                       |
| 1962 .....                                            | 75,46                             | 50,08           | 14,38                    | 5,73              | + 4,98                                   | + 0,70              | + 4,28                                                       |
| 1963 .....                                            | 86,72                             | 55,78           | 11,26                    | 5,70              | — 3,12                                   | — 0,03              | — 3,09                                                       |
| 1964 .....                                            | 95,76                             | 59,54           | 9,04                     | 3,76              | — 1,22                                   | — 1,94              | + 0,72                                                       |
| 1965 .....                                            | 107,07                            | 64,17           | 11,31                    | 4,63              | + 2,27                                   | + 0,87              | + 1,40                                                       |
| 1966 .....                                            | 120,42                            | 67,63           | 13,35                    | 3,46              | + 2,04                                   | — 1,17              | + 3,21                                                       |
| Amélioration de la liquidité bancaire en 10 ans ..... |                                   |                 |                          |                   |                                          |                     | + 10                                                         |

En fait, l'accroissement a sûrement été supérieur à ce chiffre puisque les banques se sont partiellement désendettées à l'égard de l'Institut d'Emission au cours des cinq dernières années. Par contre, le gain de 10 milliards des dépôts bancaires a empêché l'accroissement de leur endettement net au cours de la période et alimenté en partie le marché monétaire.

En conclusion de cette analyse, nous pouvons dire :

1° Que l'amélioration des trésoreries bancaires ne résulte pas seulement de facteurs généraux externes au système ban-

caire. Qu'en leur absence un phénomène de transfert en faveur du système bancaire s'opère à l'occasion de tout accroissement de la masse monétaire due à la diminution de la part relative de la monnaie légale dans la masse monétaire ;

2° Que l'influence globale de la valeur nette des accroissements de monnaie légale diminue également en donnée absolue en raison de la croissance plus que proportionnelle de l'augmentation de monnaie de banque qui lui correspond ;

3° Que l'observation des variations de la période des cinq dernières années, même si elles n'étaient pas entièrement favorables à notre thèse, puisque le taux de croissance de la masse monétaire a été modéré, montre que néanmoins les augmentations de la masse de monnaie légale ont été plus que compensées par les accroissements des dépôts bancaires ;

4° Que, compte tenu de la variation de la liquidité de l'économie et de la décroissance constante du rapport de la masse monétaire à l'ensemble de la monnaie légale, il est vraisemblable que tous ces facteurs s'accentueront.

Il apparaît désormais que la détérioration de la liquidité bancaire due au seul facteur de la variation de la monnaie légale sera de moins en moins observable.

---

## *Les opérations du Trésor public et leur incidence sur la liquidité bancaire*

Au deuxième rang de ce que l'on appelle les facteurs généraux de la liquidité bancaire, on trouve les opérations du secteur public. Il faut noter qu'en traitant ici de l'influence de ce facteur on néglige son aspect normatif. La politique budgétaire est hissée dans tous les pays au niveau des instruments de la politique économique. Peut-être les difficultés successives connues par le Trésor public, depuis 1914, et son inaptitude à résoudre ses problèmes propres d'équilibre ont-elles conduit à considérer que son action se situait plutôt du côté des facteurs spontanés de la liquidité bancaire que des facteurs systématiques.

Pourtant, une évolution se dessine. Depuis 1958, l'accent a été mis sur la nécessité de rééquilibrer les finances de l'Etat. En même temps, les normes de gestion de la dette publique se sont modifiées. Peut-être convient-il d'inclure l'évolution de ces principes dans notre analyse ?

Après avoir déterminé l'*origine des mouvements* qui mettent en relation les circuits du Trésor et du système bancaire, nous étudierons l'*évolution des principes de gestion* des finances de l'Etat, puis nous mettrons en évidence l'*incidence des différents « passages » du Trésor sur le marché monétaire*.

Il convient de rappeler que l'incidence des opérations du Trésor sur la liquidité du système bancaire s'apprécie techniquement au niveau « des mouvements d'encaisses et de titres qui affectent les transferts de fonds entre le circuit bancaire



et le circuit du Trésor public (1), c'est-à-dire que si les opérations purement monétaires du Trésor telles qu'elles sont déterminées par le déficit des dépenses publiques trouvent ici leur place, il ne faut pas négliger, en outre, les mouvements qui dérivent des transferts compensatoires préalables à la création monétaire pure et simple, et qui découlent de l'existence de ressources propres de la trésorerie publique.

Aussi notre analyse se situera sans cesse à deux niveaux : celui du recours direct du Trésor au système bancaire et celui des transferts qu'engendrent les opérations de la trésorerie.

## A | L'ORIGINE DES TRANSFERTS METTANT EN COMMUNICATION LE CIRCUIT DE TRÉSOR ET LE SYSTÈME BANCAIRE

### I | L'ORIGINE DE LA RELATION DES CIRCUITS PUBLIC ET BANCAIRE

#### *1 — Les opérations monétaires du secteur public*

A) *L'analyse traditionnelle.* — Les conditions dans lesquelles s'opère le rééquilibrage des finances de l'Etat sont considérées comme l'origine même d'un processus d'expansion ou de contraction de la masse monétaire. Un déficit des finances publiques se traduit par un solde négatif pour le Trésor public des transferts le liant aux autres circuits monétaires. Ce solde non compensé qui résulte d'un excédent des dépenses sur les recettes donne lieu à une création de monnaie au profit des créanciers de l'Etat. On considère que la création de monnaie nouvelle accroît la liquidité bancaire.

Un désendettement du Trésor au contraire, qui résulterait d'un accroissement des ressources publiques, ferait disparaître la monnaie ainsi créée, diminuant d'un montant équivalent les ressources des banques.

(1) H. BROCHIER et P. TABATONI, *Economie financière*, Paris, Presses Universitaires de France, p. 191.

B) *Discussion de cette analyse.* — Pour adapter cette analyse au cas français, il convient d'y apporter quelques aménagements.

En considérant que tout déficit des finances publiques entraîne un recours à l'Institut d'Emission qui accroît la liquidité bancaire et que tout désendettement entraîne une contraction de la masse monétaire, on simplifie quelque peu le problème. Tout déficit financé sur les ressources monétaires n'aboutit pas toujours à un recours à la Banque de France. Le Trésor recourt également à la création de monnaie de banque. En obligeant par des hausses de plafonds les banques de dépôts à souscrire à des émissions de bons, ou en les y incitant par le niveau de leur taux de rentabilité, le Trésor se finance sur des ressources monétaires créées par les banques elles-mêmes. Or, comme nous le verrons, toutes les fois qu'une banque crée un avoir nouveau au profit d'une unité économique, elle exerce son pouvoir de création monétaire, et diminue sa liquidité.

Aussi n'est-il pas suffisant, pour apprécier l'incidence d'un endettement ou d'un désendettement du Trésor, de connaître son montant, encore faut-il préciser à l'égard de quel émetteur une telle opération s'effectue.

Au niveau des principes, le recours au déficit systématique des finances publiques ou l'adoption de la thèse de la neutralité monétaire du Trésor n'est pas une méthode infaillible pour juger de l'incidence des opérations du Trésor public sur la liquidité bancaire. Il ne suffit donc pas de connaître le niveau de l'endettement du Trésor ou de son désendettement pour en déduire que la liquidité bancaire s'est accrue ou réduite, il faudra également en déterminer les modalités.

Nous essayerons au cours de notre analyse de différencier ces deux effets.

## 2 — *Les opérations des correspondants du Trésor et leur incidence sur la liquidité bancaire*

L'analyse théorique traditionnelle limite l'effet des opérations du secteur public sur le système bancaire aux seules relations purement monétaires qui lient ces deux circuits de paiements.

Elle en diminue ainsi singulièrement la portée. Les transferts opérés entre les deux circuits proviennent également de ce que les organismes appartenant à l'un et à l'autre sont liés par leur nature propre. Si certains « correspondants du Trésor » coûtent des liquidités au circuit public en raison d'une gestion déficitaire, d'autres correspondants au contraire ont pour vocation de collecter des fonds, et viennent ainsi concurrencer directement le secteur bancaire. Ainsi l'attitude que peuvent adopter quelques organismes importants, comme la Caisse des Dépôts ou les Caisses de Crédit Agricole, le relèvement des plafonds des Caisses d'Épargne ou tel emprunt lancé par le Crédit Foncier auront, puisqu'ils déterminent des transferts de fonds entre les différents circuits, une incidence directe sur le marché monétaire.

Nous nous attacherons donc à définir le rôle joué par les correspondants du Trésor dans son propre circuit, et à déterminer s'il y a lieu l'incidence des transferts qu'ils commandent sur la liquidité bancaire.

### 3 — L'évolution de la dette publique

Enfin, le Trésor public dispose d'une troisième ressource de trésorerie. Les déficits accumulés au cours des différents exercices, les emprunts non amortis et les nouvelles impasses de trésorerie obligent le Trésor à gérer une dette appelée *dette flottante*. Cette gestion peut avoir diverses incidences sur la liquidité bancaire, car elle aboutit à une redistribution de l'épargne privée au profit du circuit du Trésor.

On peut considérer qu'étant donné l'origine des ressources d'emprunt et du marché sur lequel la ponction s'exerce, les établissements bancaires dont la vocation est avant tout de recevoir des ressources liquides ne sont pas concernés. Il apparaît pourtant que l'État peut faire appel à des épargnes présentant des degrés croissants de liquidité. En outre, les marchés de capitaux communiquant plus ou moins entre eux, le marché monétaire, étant en fait alimenté par les divers compartiments qui les composent, ressent plus ou moins directement l'effet de la collecte de l'État sous quelque forme qu'elle s'exerce.

Dans les présentations officielles, on distingue d'une part les *ressources normales de trésorerie* constituées par le solde des opérations des correspondants et le recours à l'emprunt à long ou à court terme, d'autre part, les *recours au système bancaire*. Le partage entre les ressources normales et les ressources monétaires dépend à la fois des conjonctures économiques et des situations historiques auxquelles les gouvernements ont eu à faire face et qui les ont contraints à accentuer leur pression sur les différents marchés de capitaux.

## II ! LE MÉCANISME DE CETTE RELATION

En France, le Trésor ne possède pas de comptes dans les organismes bancaires. Son compte à l'Institut d'Emission assure le passage de tous les transferts qui affectent son circuit, d'une part, les circuits de monnaie légale et de monnaie de banque, d'autre part. Il ne nous semble pas avoir vu dans aucune analyse officielle de mention sur les transferts du circuit du Trésor au circuit de la monnaie légale. Il semble donc que l'on considère que toutes les sorties de fonds du secteur public profitent au circuit bancaire et accroissent sa liquidité. Peut-être est-il bon de signaler cette double destination.

Mais le Trésor n'est pas uniquement la Banque de l'Etat, il est en outre l'organe centralisateur dans les écritures duquel viennent s'inscrire les soldes des opérations de tous les organismes financiers ou non qui appartiennent à son circuit. Aussi les liens qui le rattachent au secteur bancaire traduisent-ils à la fois le recours de l'Etat lui-même au secteur bancaire, et une infinité de relations de nature différente dérivant des fonctions diverses des correspondants du Trésor.

Le solde des transferts de fonds du secteur public vers les deux autres secteurs apparaît dans les mouvements de son compte à l'Institut d'Emission. Mais ce solde ayant une grande vitesse de rotation, son montant n'est pas caractéristique. Par contre, on peut lire l'importance des opérations monétaires du Trésor dans les contreparties de la masse monétaire.

Il apparaît alors clairement que si le Trésor recourt directement à la création de monnaie légale, ses opérations entraînent également une émission de monnaie par les banques elles-mêmes.

### III | LA CONCURRENCE | DU CIRCUIT DU TRÉSOR | ET DU CIRCUIT BANCAIRE

Essayons de décrire le processus qui mène du déficit budgétaire aux opérations monétaires du Trésor.

Le solde de la loi de finances donne la mesure du déficit des dépenses publiques. La trésorerie est assurée par l'excédent des apports de fonds des correspondants sur leurs emplois et éventuellement par le recours à l'épargne. Si un excédent des dépenses sur les recettes persiste encore, il est financé sur ressources monétaires, c'est-à-dire par l'émission de monnaie.

Il est intéressant de confronter *la trésorerie du secteur public et celle du secteur bancaire*, qui présente les mêmes traits caractéristiques. Un excédent des crédits des banques sur les dépôts recueillis laisse apparaître un déficit, qui peut être comblé par un recours au marché monétaire, c'est-à-dire aux excédents des autres organismes bancaires appartenant au même circuit et, à défaut de ressources suffisantes de ce circuit, par le recours à la Banque centrale et à l'émission de monnaie.

On voit que dans les deux cas les ressources normales de la trésorerie sont théoriquement constituées *par les ressources en disponibilités liquides du circuit tout entier*. Il n'est donc pas étonnant que les deux circuits du Trésor et des banques, tous deux collecteurs de liquidités et d'épargne, exercent l'un envers l'autre une concurrence de tous les instants. Aussi une mutation des principes de gestion des finances publiques exerce-t-elle un effet immédiat sur la liquidité du système bancaire tout entier.



B | L'ÉVOLUTION DES PRINCIPES  
DE GESTION DES FINANCES PUBLIQUES  
ET LEUR INCIDENCE SUR LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

Différents principes ont justifié diverses attitudes des autorités publiques à l'égard du secteur bancaire. Nous devons en tenir compte, car l'évolution de l'incidence des opérations du Trésor sur le marché monétaire dépend avant tout des règles de gestion des finances publiques adoptées.

L'endettement du Trésor s'apprécie différemment selon les événements qui lui ont donné naissance. S'agit-il d'opérations qui ont une origine accidentelle, comme la guerre ? Les dépenses nées du conflit et couvertes par l'emprunt cessent avec lui. L'Etat doit ensuite gérer et peut-être amortir la dette historique. Si le volume de celle-ci continue à croître et sert à financer des dépenses courants, le déficit budgétaire n'est plus justifié et peut masquer ou annoncer une crise financière grave.

L'Etat se substitue-t-il au secteur privé défaillant pour reconstruire l'économie et promouvoir des investissements d'infrastructure ? En ce cas, il justifie son appel à l'épargne. Mieux encore, il affirme ses droits à attirer dans ses caisses des fonds liquides, qu'il place à long terme grâce à son crédit exorbitant du droit commun, dans des conditions que nul établissement bancaire ne peut concurrencer.

Le Trésor estime-t-il enfin qu'une partie de l'action qu'il mène doit être de nouveau réglée selon les lois du marché et de l'économie privée ? Il cherche alors à retrouver son rôle d'arbitre et laisse les capitaux se diriger vers le marché où leur vocation naturelle les appelle.

Ces trois optiques correspondent en gros à trois périodes historiques : le mécanisme du circuit, conséquence des séquelles de la guerre de 1914, fut utilisé jusqu'au lendemain de la guerre de 1945, puis remplacé par un recours plus systématique encore du Trésor à toutes les disponibilités nationales, justifié par le rôle financier joué par le secteur public pendant la période de reconstruction, puis d'expansion, qui a suivi la guerre dans une période caractérisée par l'inflation et la disparition de l'épargne.

Mais la recherche par le Trésor de disponibilités liquides pouvait tarir la source même d'un financement privé. En concurrençant les banques de dépôts sur le marché des liquidités et les organismes financiers sur le marché de l'épargne, l'Etat attirait des disponibilités, parfois artificiellement, empêchant ainsi l'alimentation normale des marchés de capitaux. La concurrence la plus sensible s'exerçait au niveau des ressources les plus liquides. En conséquence et depuis une époque relativement récente puisqu'elle ne débute qu'en 1964, le Trésor a-t-il annoncé son intention de se retirer progressivement du marché des disponibilités et de l'épargne la plus liquide.

Nous aurons à analyser ces différents principes.

## I | LE MÉCANISME DU « CIRCUIT DES LIQUIDITÉS » (Période 1918-1939)

### 1 – *Le mécanisme*

Ce mécanisme permet le maintien pendant une certaine période d'une impasse de trésorerie financée par émission monétaire. Les liquidités nouvellement créées par l'Institut d'Emission pour le compte du Trésor sont attirées par l'Etat dans ses propres caisses où elles sont neutralisées. Ce système permet d'enrayer artificiellement un processus inflationniste qui naîtrait d'un important excès des dépenses de l'Etat sur ses ressources normales.

En temps de guerre ou de crise, il n'est guère que les gouvernements qui puissent accroître leurs commandes et donner une certaine activité aux affaires. Le déficit de l'Etat concrétisé par son recours à l'Institut d'Emission est le corollaire de cette attitude. Mais les liquidités ainsi apparues peuvent être canalisées dans les caisses du Trésor qui, en échange, propose au public et aux banques des titres à court terme dont le taux est suffisamment attirant pour les faire renoncer momentanément à une consommation.

Ce système pratiqué pendant la guerre de 1914 et après 1918 a été appelé le « mécanisme du circuit ». Il s'est caractérisé

par une méthode de gestion de la dette publique avantageuse pour tout porteur de bons de telle sorte que le taux de rentabilité des Bons du Trésor soit supérieur à tous les taux financiers de nature équivalente, par leur échéance et leur nature. Comme nous l'avons déjà dit (1), les Bons du Trésor devinrent rapidement les effets préférés du public et des banques. Il n'y avait aucun inconvénient à cela pour deux raisons : l'inexistence d'autres papiers financiers au cours de la même période et l'excès de liquidité qui caractérise l'entre-deux-guerres jusqu'en 1933.

## 2 - Effet de ce mécanisme sur la liquidité des banques

La dette du Trésor contribuait à éponger l'excès de liquidité et empêchait l'effondrement des taux du marché monétaire en attirant les fonds excédentaires ; mais en revanche, elle constituait un *moyen de trésorerie* pour les banques, surtout après la décision prise en 1935 par les autorités monétaires d'instituer la possibilité pour l'Institut d'Emission de faire des avances à court terme sur effets publics, puis d'admettre le réescompte des bons à moins de trois mois. Nous avons déjà vu la genèse de ces décisions qui aboutirent à la fois à faciliter le placement des émissions du Trésor et à donner aux banques des moyens de trésorerie.

## II | LA CONCURRENCE DIRECTE DU TRÉSOR | ET DU SYSTÈME BANCAIRE ET LA NOUVELLE NOTION | DE CIRCUIT DU TRÉSOR (Période 1945-1964)

### 1 - Le mécanisme

Après 1945, les conditions dans lesquelles la reconstruction fut financée par l'impasse rappelèrent la situation de 1918. L'effet sur la liquidité de l'économie et sur la liquidité bancaire fut néanmoins tout à fait différent.

L'Etat prit en charge la reconstruction, mais il adopta en outre, à côté des financements normaux des investissements

(1) *Historique*, p. 40.

les plus utiles et les plus rentables, un mode de financement original des secteurs les moins favorisés, quoique socialement utiles. Celui-ci consista à financer sur des ressources monétaires des investissements à moyen terme en accordant la caution de l'Etat pour garantir la bonne marche du système.

Le Trésor justifia ainsi ses interventions sur le marché des disponibilités, et disposa dès lors d'un circuit de collecte de fonds liquides qui vint concurrencer directement le circuit bancaire. Celui-ci fut en outre directement sollicité et dut souscrire un volume déterminé d'effets émis par le Trésor.

## 2 - Effet sur la liquidité bancaire

Ainsi, quoique le déficit budgétaire et l'impasse de la trésorerie fussent plus importants que jamais, les liquidités nouvelles concédées par l'Institut d'Emission furent, comme par le passé, canalisées dans les caisses du Trésor. Mais contrairement à la période qui suivit 1918, cette politique du circuit ne rétablissait pas l'équilibre. Elle agissait sans cesse à l'encontre de la liquidité bancaire, de trois façons :

- les liquidités reprises par le Trésor étaient cette fois supérieures aux liquidités apportées par lui ;
- au lieu d'être stérilisées, elles étaient dépensées, alimentant l'inflation qui détériorait la situation des banques ;
- les banques devaient faire face à un important besoin de crédit et non pas à un marasme économique comme après 1918.

Outre cet effet global, l'incidence des opérations du Trésor peut s'analyser en deux sous-périodes au cours desquelles elles agirent de façon différente sur la liquidité des banques.

A) *Avant 1957.* — Dès 1945, furent institués des planchers de Bons du Trésor, les banques furent obligées de détenir sous forme de bons en compte courant un volume déterminé d'effets publics à court terme fixé par référence à leurs avoirs à une date déterminée. Cette mesure fut prise pour éviter la monétisation de la dette publique que les dépenses de la guerre avaient alourdie.

Néanmoins, au-delà de cette limite, les banques conti-

nuèrent à gérer librement leurs portefeuilles d'effets. Elles conservèrent la possibilité de réescompter automatiquement leurs bons auprès de l'Institut d'Emission et le Trésor continua, pour assurer le placement de ses émissions, à consentir des taux de rentabilité élevés, de façon à offrir aux banques un placement pour l'ensemble de leurs disponibilités. Aussi les banques conservèrent-elles jusqu'en 1957 de forts portefeuilles de Bons du Trésor. Elles avaient intérêt à transformer en placements à court terme publics les formes les plus immédiates de leurs disponibilités, assurées de leur extrême liquidité, puisqu'ils étaient escomptables sans limite, et de leur rentabilité, les taux d'escompte qui leur étaient appliqués étant inférieurs, ou tout au plus égaux au taux d'escompte normal.

B) *Après 1957.* — Les mesures de restrictions de crédit consécutives à la crise monétaire française modifièrent la nature des liens noués entre le Trésor et le système bancaire. Les planchers de Bons du Trésor furent désormais fixés à 25 % des dépôts des banques, et la possibilité de réescompter automatiquement tous les bons hors planchers fut supprimée.

En même temps, la hausse du taux d'escompte rendant trop onéreux pour le Trésor le maintien d'un taux élevé, les banques n'eurent plus intérêt à nourrir des volumes importants d'effets hors planchers. A partir de cette époque, le compartiment d'effets publics du marché monétaire déclina et perdit toute activité. Néanmoins, divers facteurs permirent à l'Etat de bénéficier d'une part importante des ressources bancaires qui, à partir de cette période, connurent une phase d'essor.

a) *Le jeu du plancher d'effets publics.* — Alors qu'à son origine le plancher d'effets publics avait été institué par référence à un niveau fixe, la relation directe établie en 1957 entre les dépôts et les portefeuilles de bons de banques permit à la dette de l'Etat de s'accroître au même rythme que l'expansion monétaire. Au cours de la période qui suivit le redressement financier de la France, les ressources et les liquidités des banques furent sans cesse améliorées par un apport extérieur. Par le seul effet du jeu des planchers, une part fixe de cet apport fut canalisée dans les caisses du Trésor, sans que cette fois les banques y fussent poussées par le moindre intérêt.



b) *Le jeu du système d'émission des Bons du Trésor à taux fixe.* — Ce premier effet était accentué par le système d'émission des Bons du Trésor. Ceux-ci continuaient en effet à être émis « à jet continu », c'est-à-dire selon la demande, ce qui permettait à tout titulaire de liquidités de trouver par leur intermédiaire un placement à court terme immédiat.

Mais, en outre, *leur taux était fixé autoritairement* et à l'avance, de sorte que, ne variant pas avec les taux du marché libre, ils constituaient un verrou au-dessous duquel nul échange de liquidités ne pourrait se faire (1).

M. Rueff a démontré le mécanisme de cet effet qui a joué après l'amélioration de la liquidité des banques qui suivit 1958.

L'accroissement des ressources bancaires au cours de cette période était tel qu'il eût, selon cet auteur, permis aux banques de se désendetter auprès de l'Institut d'Emission si le Trésor public ne leur avait pas soustrait suffisamment de liquidités pour empêcher cet effet de jouer.

Nous avons dit plus haut (2) qu'un accroissement des ressources du système bancaire supérieur à l'accroissement des emplois devait en effet permettre, en l'absence de tout facteur exogène, tout d'abord un meilleur équilibre pour la période, puis un désendettement auprès de l'Institut d'Emission. Mais nous ne tenions pas compte de l'incidence des taux d'échange des liquidités. Nous supposions implicitement que les ressources nouvelles en moyens de trésorerie s'échangeraient sur le marché où elles étaient apparues, c'est-à-dire sur le marché monétaire.

Il nous faut tenir compte maintenant du coût de l'échange, c'est-à-dire des taux des différents marchés de liquidités. Pour envisager un désendettement des banques auprès de l'Institut d'Emission, il fallait que le coût de l'échange « hors banque » fût plus favorable que le coût de l'escompte « en Banque », ceci étant théoriquement rendu possible par l'amélioration des conditions de l'offre de liquidités.

Mais cette baisse du taux du marché libre ne pouvait pas se produire s'il existait un emploi concurrent des liquidités dont le taux ne s'abaissait pas avec l'accroissement de l'offre.

(1) Voir l'analyse de la p. 95.

(2) Voir nos conclusions, p. 125.

Ainsi le taux du marché monétaire ne pouvait, en aucun cas, s'abaisser au-dessous du taux de rentabilité des Bons du Trésor. Mais en outre l'Etat, sa demande de liquidité étant infinie en raison du système d'émission à jet continu, avait une aptitude illimitée à absorber toutes les liquidités apparues dans les trésoreries bancaires par suite de l'amélioration de leurs conditions d'équilibre : on a pu voir ainsi *coexister à la fois un fort approvisionnement des banques en ressources liquides et le maintien d'un fort endettement des banques auprès de l'Institut d'Emission*.

Nous rappelons ici, comme nous l'avons fait à plusieurs reprises, que ce n'est pas le niveau de l'endettement des banques qui empêche la baisse du taux du marché monétaire puisque ce taux dépend, non de la situation globale des banques à l'égard de l'Institut d'Emission, mais du niveau des ressources et des emplois de liquidité au cours de la période.

Cette thèse est assez facile à vérifier, la période sur laquelle elle a joué étant assez restreinte, puisqu'elle a duré de 1957 à 1964. Ces critiques aboutirent d'ailleurs à la modification des règles d'émission des Bons du Trésor.

Dans le tableau suivant, nous avons repris les variations de deux postes des bilans des banques : l'endettement à l'égard de l'Institut d'Emission et l'accroissement des portefeuilles de bons de banques. Les variations de ces deux postes constitués dans les opérations des banques, l'un, par une recherche de liquidité, l'autre, par un transfert de liquidité au circuit du Trésor, nous donneront la mesure de l'influence des opérations du Trésor sur la liquidité des banques.

|            | Endettement des banques<br>à l'égard<br>de l'Institut d'Emission |           | Portefeuille<br>d'effets publics<br>détenus par les banques |           |
|------------|------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------|-----------|
|            | Valeur nette                                                     | Variation | Valeur nette                                                | Variation |
| 1958 ..... | 23,08                                                            | + 2,35    | 6,93                                                        | — 0,06    |
| 1959 ..... | 19,47                                                            | — 3,61    | 9,24                                                        | + 2,63    |
| 1960 ..... | 22,68                                                            | + 3,21    | 10,98                                                       | + 1,74    |
| 1961 ..... | 21,81                                                            | — 0,87    | 9,52                                                        | — 1,46    |
| 1962 ..... | 23,25                                                            | + 1,44    | 10,17                                                       | + 0,65    |
| 1963 ..... | 23,87                                                            | + 0,62    | 11,01                                                       | + 0,84    |
|            |                                                                  | + 2,74    |                                                             | + 4,50    |

(Source : XXI<sup>e</sup> Rapport du C.N.C.)

*Une première conclusion se dégage.* — L'amélioration des ressources bancaires fournit au secteur public pendant la période qui nous intéresse 4,50 milliards de liquidités. Or, si l'on compare cette somme à la somme des recours des banques à l'Institut d'Emission, on constate qu'elle constitue presque le double de cet endettement. L'accroissement de l'endettement des banques a donc servi en partie à assurer l'amélioration de la Trésorerie publique.

Mais cette première conclusion, si elle donne une idée exacte de *l'apport* de liquidités du système bancaire au secteur public, sous-estime l'effet des *opérations du Trésor public sur le système bancaire*, car elle néglige le jeu du dernier facteur qui influence les relations du Trésor et des banques : le coefficient de trésorerie.

c) *Le jeu du coefficient de trésorerie.* — Le coefficient de trésorerie a, dans le domaine qui nous occupe, l'effet d'aggraver les effets des opérations monétaires du Trésor, car il les rend asymétriques.

En effet, l'accroissement des portefeuilles de bons des années 1959 et 1960 a diminué effectivement la liquidité des banques ; par contre, la diminution de l'année 1961 a simplement obligé celles-ci à trouver sur-le-champ un emploi en effets admis à figurer dans les actifs obligatoires du coefficient de trésorerie, c'est-à-dire en effets à moyen terme.

On peut évidemment considérer que la substitution d'un effet à moyen terme à un Bon du Trésor revient à remplacer par un crédit un emploi de trésorerie. Certes, lorsque la banque consent un crédit à un exportateur, elle joue son rôle de distributrice de crédit. Mais lorsqu'elle a quelques heures pour se procurer un volume déterminé d'effets, cette opération relève de la trésorerie et l'achat d'effets à moyen terme s'effectue bien sur ses liquidités.

Ainsi lors de l'institution du coefficient de trésorerie en 1960, les banques, incapables de trouver un volume suffisant d'effets à moyen terme, accrurent d'abord leurs portefeuilles de bons. Lorsque les planchers furent progressivement abaissés, les banques liquidèrent peu à peu leurs portefeuilles d'effets publics peu rentables, sans que leur liquidité en fût améliorée.

En tenant compte de ce dernier effet, nous constatons que finalement l'incidence des opérations du secteur public à l'égard des banques se calcule en négligeant la diminution de l'année 1961, le coefficient de trésorerie ayant neutralisé l'effet de la décroissance de la dette publique. La diminution de liquidité qui leur est imputable est donc de 5,46 milliards.

### III | GESTION ÉQUILIBRÉE DES FINANCES PUBLIQUES | ET NEUTRALITÉ MONÉTAIRE (de 1964 à nos jours) (1)

#### *Signification de ce principe :*

L'équilibre des finances publiques est depuis quelques années l'objectif des gouvernements, la présentation d'une loi de finances équilibrée ou faiblement déficitaire étant redevenue l'orthodoxie en matière de finances publiques. Pour notre étude, cette modification se traduit par une double prise de position de l'Etat, d'une part, sur les effets monétaires des opérations du Trésor, d'autre part, sur la gestion de la dette publique.

#### *1 - La neutralité monétaire des opérations du Trésor*

Ce principe signifie simplement que l'Etat renonce à assurer le financement de ses dépenses courantes par la création de monnaie. Mieux encore, il s'engage à compenser tout accroissement des liquidités du circuit public par un désendettement équivalent à l'égard du système bancaire.

Quel effet doit-on attendre de cette politique, pour la liquidité bancaire ? Le désendettement du Trésor à l'égard de l'Institut d'Emission aura pour effet de diminuer la masse de liquidité excédentaire qu'il mettait ainsi à la disposition de l'économie. En revanche, la diminution des portefeuilles doit accroître les ressources de trésorerie des banques. Nous

(1) Nous considérons que l'accroissement inopiné de l'endettement du secteur public en 1968 et 1969 ne modifie en rien les normes de gestion des finances publiques.

reviendrons sur la manière dont s'est exercée cette politique au cours de ses trois années d'application. Examinons-en pour l'instant les modalités.

A) *Modalités de la politique de neutralité monétaire du Trésor.* — a) *Les planchers de Bons du Trésor* furent progressivement abaissés à l'intérieur du coefficient de trésorerie. Cette mesure n'eut dans l'immédiat aucun effet favorable sur la liquidité bancaire en raison de l'existence du coefficient de trésorerie. Par contre, l'équilibre financier de l'Etat ne dut rien au secteur bancaire au cours de la période.

b) *Les règles d'émission des Bons du Trésor* furent modifiées. Désormais, trois fois par mois le Trésor fait connaître le volume des bons qu'il met en adjudication. Le taux est réglé par la demande. L'Etat conserve pourtant le droit de renoncer à son adjudication si le taux qui se fixe spontanément lui paraît trop élevé. Les certificats de trésorerie compris dans les actifs obligatoires restent émis à taux fixe.

c) Mais ces réformes ne pouvaient pas exercer une action sur la liquidité bancaire, tant que le *coefficient de trésorerie* subsistait sous sa forme ancienne. Une dernière mesure l'a voué à la disparition progressive. Le plancher de Bons du Trésor après avoir été fortement réduit a été supprimé, et seul subsiste à l'heure actuelle un quota d'effets à moyen terme qui doit disparaître au fur et à mesure de la mise en place du système des réserves obligatoires.

B) *Effet de ces mesures.* — a) Ces mesures eurent d'abord pour effet de *normaliser le recours du Trésor au système bancaire*, en le soumettant au jeu de la concurrence. Le système a fonctionné correctement puisque les taux des adjudications de l'année 1965 par exemple se sont fixés entre 3,296 et 3,50 % avant avril pour des adjudications relativement fortes, et 3,17 et 3,31 en fin d'année pour un volume beaucoup plus faible de bons offerts. La distorsion des taux a été encore plus grande après que la Caisse des Dépôts eut renoncé à intervenir massivement pour faire baisser les taux ;

b) Ces mesures ont en outre l'avantage d'instituer une relation de cause à effet directe entre les variations de portefeuilles et l'évolution de la liquidité des banques. Celles-ci



connaissent désormais le poids exact des opérations du Trésor sur leur trésorerie, mais en revanche ces portefeuilles redeviennent justifiés à la fois par le taux qu'ils procurent et le rôle d'instruments de liquidité qu'ils peuvent de nouveau jouer.

Ceci est d'une grande importance au moment où l'Institut d'Emission entreprend d'instaurer en France la *politique de l'open market*. L'efficacité de cette politique suppose en effet que les titres publics soient suffisamment demandés pour que la vente sur le marché absorbe les liquidités des banques.

En conclusion, on peut admettre que le principe de la neutralité monétaire, dans la mesure où il semble devoir limiter les ponctions obligatoires du Trésor sur les liquidités bancaires, doit contribuer à leur amélioration.

## 2 - La transformation de la dette flottante

Le principe de la gestion équilibrée des finances publiques a comme seconde conséquence un nouveau mode de gestion de la dette flottante.

Les autorités publiques désirent d'abord *stabiliser* le montant de la dette publique. Le Trésor entend désormais renoncer à accroître la dette interne. Il se bornera donc à gérer la dette existante et, pour cela, il se retirera progressivement du marché des disponibilités et même du marché de l'épargne à court terme.

*Les modalités de cette politique* : Pour montrer sa volonté de ne plus se porter acquéreur sur le marché des liquidités, l'Etat renonce à sa formule ancienne des bons à intérêt progressif qui, jusqu'en 1959, constituaient 71 % de sa dette à court terme. A partir de 1961, il émet des bons de trois à cinq ans qui deviennent son principal instrument de collecte. Notons en effet que les bons de un à deux ans qui existaient depuis 1944 n'avaient jamais été que faiblement utilisés.

Ainsi, le Trésor public renonce aux disponibilités les plus liquides, et s'il continue à concurrencer les banques c'est sur le marché de l'épargne à terme, à laquelle elles ont maintenant accès.

Encore cet encours est-il fortement diminué.

En effet, pour parachever son retrait du marché de l'épargne, le Trésor public a peu à peu *consolidé sa dette en lançant des emprunts à long terme* dans le public. Grâce à ces ressources à caractère permanent, il a progressivement diminué le volume de ses émissions à court et à moyen terme, de sorte qu'après avoir géré, en 1959, 33 % de l'épargne liquide et à court terme, le Trésor n'accapare plus en 1965 que 25 % de la même épargne. En variation, ces grandeurs sont encore plus remarquables. En 1959, le Trésor avait absorbé 37 % de l'épargne formée dans l'année, tandis qu'en 1965 il n'y a fait appel qu'à raison de 0,5 % (1).

Pour conclure sur l'évolution des modes de gestion des finances publiques et avant d'aborder l'analyse des différents passages du Trésor sur le marché monétaire tels que nous les avons définis dans notre premier paragraphe, nous pouvons admettre qu'au niveau des principes et de leur mise en œuvre un effort constant a été fait pour réformer les modalités du recours de l'Etat aux ressources hors circuit, de façon à en limiter l'incidence globale.

## C | L'INFLUENCE DES OPÉRATIONS DU SECTEUR PUBLIC SUR LA LIQUIDITÉ DU SYSTÈME BANCAIRE

Cette section comportera en raison de son importance deux sous-sections :

SOUS-SECTION I. — Les opérations du Trésor et de ses correspondants qui aboutissent à la création de monnaie nouvelle.

SOUS-SECTION II. — Les opérations du Trésor et de ses correspondants qui aboutissent à la collecte de l'épargne à court et à long terme.

(1) S.E.E.F., La dette flottante, p. 627, octobre 1966, n° 214.

## I. — OPÉRATIONS MONÉTAIRES

|   |  |                             |
|---|--|-----------------------------|
| I |  | LA CRÉATION                 |
|   |  | DE MONNAIE BANQUE DE FRANCE |
|   |  | AU PROFIT DU TRÉSOR         |

## 1 — L'origine de l'émission

Le Trésor public est le seul organisme financier dont la trésorerie soit gérée par l'Institut d'Emission. Aussi les conditions d'équilibre de ses ressources et de ses emplois se traduisent-elles par des variations simultanées de la masse de monnaie émise ou retirée de la circulation, en contrepartie d'une augmentation ou d'une diminution de son endettement.

Mais les avances consenties par l'Institut d'Emission (elles sont automatiques, ce qui les différencie des avances au secteur bancaire) sont de diverses natures.

Une partie de la monnaie émise l'est en contrepartie de *simples ajustements* entre des dépenses qui doivent être normalement compensées par des recettes au cours de la période de gestion. L'ajustement final s'effectue alors au moment des rentrées fiscales et en particulier au mois de novembre. Le solde de ces ajustements disparaît donc normalement à la fin de l'année lorsque l'on connaît le chiffre officiel des opérations monétaires de l'Etat.

Une autre partie de la monnaie émise par la Banque de France au profit du Trésor sert au contraire à *équibler une gestion déficitaire*, caractérisée à la fois par un déficit de la loi de finances et par la défaillance des ressources normales de la trésorerie. Lorsque cette impasse dépasse le plafond fixé par les autorités monétaires, le vote d'une loi peut seul permettre son prolongement. Evidemment, la nature de ces avances est très différente de celle des précédentes. Si l'endettement s'accroît régulièrement, il signifie que l'Etat est incapable d'assurer une gestion normale de ses finances. Mais si ce solde varie dans les deux sens, si cette variation a une allure cyclique,

si elle est en particulier contraire aux variations des indicateurs de la conjoncture, le Trésor, à travers des opérations monétaires, pratique une véritable politique économique et monétaire.

Il faut donc se garder d'avoir une vue trop simplifiée des relations qui se lisent dans les bilans de l'Institut d'Emission, et de confondre une politique de relance de l'économie avec une défaillance des ressources publiques.

## 2 - Les opérations d'ajustement de trésorerie du secteur public

Au fur et à mesure que le montant global des postes budgétaires s'accroît, les ajustements de trésorerie prennent une importance de plus en plus grande.

Prenons l'exemple de l'année 1966, pour laquelle l'accroissement de l'endettement du secteur public à l'égard de l'Institut d'Emission a été important ; l'examen des soldes mensuels donne les renseignements suivants :

*Evolution mensuelle des recours du Trésor à l'Institut d'Emission  
au cours de l'année 1966 <sup>(1)</sup>*

| Mois           |                 |                  | Trimestre | Liquidités créées<br>par la<br>Banque de France<br>(milliards<br>de francs) |
|----------------|-----------------|------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------|
| <i>Janvier</i> | <i>Février</i>  | <i>Mars</i>      |           |                                                                             |
| + 1,59         | + 0,27          | + 0,16           | + 2,02    | 2,02                                                                        |
| <i>Avril</i>   | <i>Mai</i>      | <i>Juin</i>      |           |                                                                             |
| + 1,61         | — 0,76          | + 0,42           | + 1,27    | 3,39                                                                        |
| <i>Juillet</i> | <i>Août</i>     | <i>Septembre</i> |           |                                                                             |
| + 1,53         | — 0,64          | — 0,04           | + 1,15    | 4,44                                                                        |
| <i>Octobre</i> | <i>Novembre</i> | <i>Décembre</i>  |           |                                                                             |
| + 0,29         | — 2,05          | + 0,79           | — 0,97    | 3,14                                                                        |

(1) Les tableaux ne comportant pas de référence ont été construits à partir des chiffres fournis par les *Rapports du Conseil National de Crédit*.

Au premier trimestre de l'année, le Trésor a alimenté les autres circuits de paiements en monnaie légale d'un montant global de 2,02 milliards. Malgré le paiement du premier tiers provisionnel, le deuxième trimestre a vu 1,27 milliard de trans-

ferts supplémentaires en faveur des circuits monétaires. A la fin du mois de juillet, la création de monnaie avait atteint le maximum de 4,82 milliards de francs. Le troisième trimestre, par contre, s'est révélé moins favorable pour le circuit bancaire, et le solde final a été inférieur de 1,68 milliard au solde du mois de juillet.

Ainsi, pendant la première partie de l'année, le Trésor public a fourni au secteur bancaire des sommes importantes quoique pour de courtes durées.

Evidemment, le solde final de l'année était excédentaire. Mais il est aisé de concevoir que même dans le cadre d'une gestion équilibrée, le fait que l'Institut d'Emission assure la tenue des comptes du Trésor l'oblige structurellement à alimenter l'économie en liquidités. Cet effet nous intéresse dans la mesure où les problèmes du marché monétaire sont avant tout des problèmes de ressources à très court terme et qu'il convient de connaître l'ensemble des ressources à caractère même temporaire dont il peut disposer :

### *3 - Les opérations monétaires définitives du Trésor public*

Pour les évaluer, on se réfère aux soldes du 31 décembre. La comparaison des variations de ces soldes au cours des différentes années nous donne l'endettement net annuel du Trésor à l'égard de l'Institut d'Emission.

L'importance du recours dépend du montant du déficit des finances, mais il ne lui est pas équivalent. Le Trésor a une aptitude à financer lui-même une partie de ses dépenses excédentaires puisqu'il recueille 11 % environ de la masse monétaire.

Par ailleurs, la valeur de son endettement représente l'intégralité des versements qu'il doit effectuer aux autres circuits monétaires, le circuit de la monnaie légale et le circuit bancaire, au prorata de leur part réciproque dans la circulation monétaire.

Aussi, si la valeur de la monnaie émise en faveur du Trésor est égale à 89 % de son déficit, le circuit monétaire lui-même ne recueille que 68 % de la masse monétaire supplémentaire.

Il faut éliminer la part de l'endettement du Trésor qui



correspond à des versements à l'étranger. L'amortissement de la dette extérieure de l'Etat ou des prêts effectués à l'étranger n'exerce aucune influence, ni positive, ni négative, sur la liquidité interne.

Aussi, et compte tenu de ces différentes observations, nous allons présenter un tableau de l'évolution de l'endettement du Trésor à l'égard de l'Institut d'Emission :

*Créances de la Banque de France sur le Trésor public  
compté dans les contreparties à la masse monétaire (1)*  
(Milliards de francs)

| <i>Année</i> | <i>Valeur nette</i> | <i>Variation</i> |
|--------------|---------------------|------------------|
| 1955 .....   | 8,45                |                  |
| 1956 .....   | 7,89                | — 0,56           |
| 1957 .....   | 12,99               | + 5,10           |
| 1958 .....   | 13,21               | + 0,22           |
| 1959 .....   | 9,91                | — 3,30           |
| 1960 .....   | 7,99                | — 1,92           |
| 1961 .....   | 9,43                | + 1,44           |
| 1962 .....   | 9,16                | — 0,27           |
| 1963 .....   | 9,71                | + 0,55           |
| 1964 .....   | 9,94                | + 0,23           |
| 1965 .....   | 8,29                | — 0,65           |
| 1966 .....   | 11,46               | + 3,17           |
| 1967 .....   | 11,61               | + 0,15           |
| 1968 .....   | 11,20               | — 0,41           |

(1) Prêt sans intérêt et avances à l'Etat. C.C.P., Monnaies divisionnaires, escompte de traites fiscales pour 1955 à 1957.

*Enseignement de ce tableau.* — Le Trésor a depuis 1958 diminué l'importance globale de ses interventions tant en valeur positive qu'en valeur négative.

Il a par ailleurs procédé à son désendettement progressif et compensé son fort endettement de 1958 par des diminutions successives de son encours.

Si l'on tient compte maintenant de l'effet des remboursements extérieurs intervenus surtout au cours des dernières années, on trouve les chiffres suivants : l'apport est constamment négatif (1).

En conclusion, il apparaît que, de 1955 à 1964, le Trésor

(1) L'endettement du Trésor auprès de l'Institut d'Emission tel qu'il apparaît dans le poste « Avances » comprend, sans les différencier, les avances en devises et les avances en francs. Or seules les dernières entraînent une expansion de la masse monétaire.

public, malgré un recours constant à l'Institut d'Emission, *n'a jamais alimenté*, sauf en période de crise grave de trésorerie (1957), le système bancaire en liquidité. Au contraire, depuis qu'a été adopté le principe de « neutralité monétaire », le Trésor procure des liquidités au système bancaire.

On ne peut donc pas soutenir que les modifications des principes de gestion des finances publiques dans le sens de la neutralité monétaire enlèvent une source de liquidité au système bancaire.

## II | LA CRÉATION | DE MONNAIE DE BANQUE | AU PROFIT DU TRÉSOR

### 1 – *Le mécanisme*

En s'adressant aux banques, le Trésor recourt également à la création monétaire. En offrant ses bons, il oblige les banques à créer de la monnaie en sa faveur, c'est-à-dire à lui constituer une place parmi leurs débiteurs. Ce faisant, elles pourraient substituer un emploi à un autre emploi et satisfaire les besoins du Trésor aux dépens des besoins de l'économie. Quoique nous n'étudions pas ici l'effet économique des opérations du Trésor, nous pouvons constater que si le déficit de l'Etat financé par le recours au système bancaire oblige les banques à renoncer à un emploi économique, l'effet de la politique budgétaire est économiquement neutre (1) et que dans ce cas, la liquidité bancaire n'est pas affectée.

### 2 – *Effet de la variation des portefeuilles d'effets publics sur la liquidité bancaire*

Il est rare, sauf en période de crise économique, que les placements du secteur public concurrencent directement le crédit au secteur privé.

(1) P. A. SAMUELSON, *Interaction between the multiplier analysis and the principle of acceleration*, Readings in business cycle theory.

Les critères utilisés par les banques ne sont pas les mêmes pour la souscription des effets publics et l'escompte des effets privés. Les Bons du Trésor sont à la fois des instruments de placement à court terme et des instruments de trésorerie à très court terme. Aussi est-ce cette dernière fonction qui va commander l'attitude des banques à leur égard.

Nous avons déjà vu l'analyse de M. Rueff, et nous chiffrerons l'importance du recours du secteur public aux banques au cours des dernières années (1). Nous expliquons ici le mécanisme de cette action en général.

Lors des tensions de trésorerie, les banques négocient peu à peu les effets qui leur coûtent le moins ; ce peuvent être les Bons du Trésor, les effets à moyen terme ou les effets privés à court terme. En général, les Bons du Trésor selon leur taux de rentabilité sont de bons instruments du marché monétaire. Ce fut par exemple le cas avant 1957 quand ils bénéficiaient à la fois de taux de rentabilité élevés et d'une faculté de mobilisation illimitée.

Au moment où les tensions cessent, où les liquidités réapparaissent sur le marché monétaire, les trésoreries des banques reconstituent leurs portefeuilles de valeurs mobilisables. Les Bons du Trésor doivent avoir leur part dans cette reconstitution et absorber un pourcentage des liquidités bancaires. Or si l'on observe le cas du système bancaire français au cours des dernières années, on s'aperçoit que son attitude à l'égard des effets publics à court terme a varié d'un extrême à l'autre ; avant 1957, les placements en Bons du Trésor en excédent des planchers d'escompte absorbaient en fait toutes les liquidités du système bancaire, en raison, nous l'avons vu, de la fixation autoritaire d'un taux qui rendait le Trésor apte à attirer spontanément ces liquidités.

A partir de 1957 au contraire, les banques se contentèrent de respecter leurs plafonds et si le Trésor public continuait à recueillir comme par le passé une part importante des disponibilités bancaires, cette ponction n'était plus justifiée par une contrepartie. Les Bons du Trésor avaient perdu leur aptitude à servir d'instruments de trésorerie en raison de la faible rentabilité qu'ils procuraient. Aussi les abaissements

(1) Voir pp. 152 et s.

progressifs des planchers entraînent-ils la diminution des portefeuilles de bons des banques.

Ainsi, par suite d'une contrainte excessive, le marché monétaire perdait un de ses instruments privilégiés. Cet effet se fait encore sentir à l'heure actuelle malgré la réforme des règles d'émission des Bons du Trésor. Les trésoriers des banques ont partiellement perdu de vue la double nature des Bons du Trésor pour ne se souvenir que de la contrainte qu'ils exerçaient jusqu'à présent sur eux.

Quoi qu'il en soit, cette attitude n'est pas définitive et, grâce à la règle nouvelle adoptée par le Trésor et caractérisée par l'émission limitée, les Bons du Trésor redeviendront à brève échéance un des instruments du marché monétaire. Néanmoins, leur taux variant désormais avec l'offre de ressources liquides et s'abaissant avec l'accroissement de cette offre, ne constituera plus un verrou pour le taux du marché monétaire. En même temps, le principe des adjudications pour un volume déterminé limitera l'incidence globale de la ponction exercée sur la liquidité bancaire.

Nous pensons avoir démontré que la souscription d'effets publics par une banque affecte directement sa liquidité. La création de monnaie au profit du secteur public *s'ajoute et ne se substitue pas* au crédit à l'économie parmi les opérations des banques.

Or, il est assez étonnant que, dans les facteurs généraux de la liquidité bancaire, les variations des portefeuilles d'effets publics ne soient pas comptées parmi les opérations du secteur public qui agissent directement sur la liquidité bancaire. C'est du moins ce que fait l'étude déjà citée *L'évolution de marché monétaire depuis 1958*. Dans les facteurs agissant sur la liquidité des banques, cet article inclut dans la rubrique « Opération du secteur public » les postes suivants : prêts et avances de la Banque de France à l'Etat, compte courant postal de la Banque de France, monnaie divisionnaire en stock à la Banque de France, mobilisation d'effets cautionnés, mobilisation d'effets à moyen terme par la Caisse des Dépôts, S.E.E.F., nov. 1964 (tableau n° 2). La raison semble en être que, jusqu'à présent, cette opération était assimilée aux instruments de la politique monétaire et calculée avec l'incidence de la politique de crédit pratiquée par les autorités monétaires.

Avec la normalisation des conditions dans lesquelles le Trésor intervient maintenant sur le marché monétaire, il ne semble pas que cette distinction puisse être maintenue.

*3 - Incidence d'une variation  
des portefeuilles d'effets publics  
de l'Institut d'Emission sur la liquidité bancaire*

Ce poste va nous donner l'importance exacte de la valeur des effets publics comme instrument de trésorerie.

Les variations des portefeuilles d'effets publics de l'Institut d'Emission ne constituent pas une aide au Trésor, mais au contraire une aide accordée aux banques par l'intermédiaire de cet instrument de trésorerie que sont les Bons du Trésor.

La variation des portefeuilles d'effets de la Banque de France a donc une incidence directe sur la liquidité bancaire.

*4 - Récapitulation  
et mesure de l'effet monétaire direct  
exercé par le Trésor sur le système bancaire*

Nous reprenons ici l'ensemble des opérations du secteur public qui ont exercé réellement un effet monétaire. Nous avons précédemment analysé la liaison entre cet effet monétaire et l'effet sur la liquidité bancaire.

Nous rappelons que, soucieux de déterminer exactement le poids des opérations du Trésor lui-même, nous faisons abstraction du coefficient de trésorerie.

L'examen du tableau ci-après est à plus d'un titre significatif :

— Nous constatons d'abord que, entre 1960 et 1966, les Bons du Trésor ont perdu toute utilité comme instrument de trésorerie (faible variation de (4)).

— Nous voyons également que les portefeuilles de bons des banques ont en général jusqu'en 1963 fortement perturbé l'équilibre du système bancaire et que les manipulations du coefficient de trésorerie ont accru considérablement son importance.

— Mais une dernière observation doit nous retenir, alors qu'à la fin de l'année 1965 les déficits cumulés donnent une



*Influence des variations de portefeuilles d'effets publics  
du système bancaire sur la liquidité des banques*  
(Milliards de francs)

| <i>Année</i> | <i>Banques ordinaires</i> |                                           | <i>Banque de France</i> |                                           | <i>Effet total<br/>sur<br/>la liquidité<br/>(2 + 4)</i> |
|--------------|---------------------------|-------------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|              | <i>Net<br/>(1)</i>        | <i>Effet sur<br/>la liquidité<br/>(2)</i> | <i>Net<br/>(3)</i>      | <i>Effet sur<br/>la liquidité<br/>(4)</i> |                                                         |
| 1955 .....   | 6,08                      |                                           | 1,77                    |                                           |                                                         |
| 1956 .....   | 6,60                      | — 0,58                                    | 2,42                    | 0,65                                      | + 0,07                                                  |
| 1957 .....   | 6,99                      | — 0,39                                    | 2,14                    | — 0,28                                    | — 0,67                                                  |
| 1958 .....   | 6,93                      | + 0,06                                    | 1,57                    | — 0,57                                    | — 0,51                                                  |
| 1959 .....   | 9,24                      | — 2,31                                    | 1,74                    | + 0,17                                    | — 2,14                                                  |
| 1960 .....   | 10,98                     | — 1,74                                    | 1,66                    | — 0,08                                    | — 1,82                                                  |
| 1961 .....   | 9,52                      | + 1,46                                    | 0,80                    | — 0,86                                    | + 0,60                                                  |
| 1962 .....   | 10,17                     | — 0,65                                    | 0,40                    | — 0,40                                    | — 1,05                                                  |
| 1963 .....   | 11,01                     | — 0,84                                    | 0,23                    | — 0,17                                    | — 1,01                                                  |
| 1964 .....   | 8,03                      | — 2,98                                    | 0,63                    | + 0,40                                    | — 2,58                                                  |
| 1965 .....   | 9                         | — 0,97                                    | 0,43                    | — 0,20                                    | — 1,17                                                  |
| Total .....  |                           | — 2,92                                    |                         | — 1,34                                    | — 4,26                                                  |
| 1966 .....   | 5,50                      | + 4,40                                    | 0,02                    | — 0,41                                    | 3,99                                                    |
| 1967 .....   | 4,16                      | + 1,34                                    | 2,96                    | + 2,94                                    | 4,28                                                    |
| 1968 .....   | 3,39                      | + 0,77                                    | 5,16                    | + 2,20                                    | 2,97                                                    |
| Total .....  |                           | + 6,51                                    |                         | + 5,55                                    | 12,06                                                   |

valeur globale de 4,26 milliards qui mesure la ponction du Trésor sur la liquidité bancaire, l'année 1966 voit une spectaculaire diminution de l'endettement du Trésor à l'égard du système bancaire, qui annule presque totalement l'effet de dix années d'endettement.

Ceci démontre à l'évidence qu'un désendettement du Trésor à l'égard du système bancaire doit améliorer l'approvisionnement du marché monétaire.

### III | LA CRÉATION DE MONNAIE | SUSCITÉE PAR LES CORRESPONDANTS DU TRÉSOR

Il n'est pas suffisant de connaître le montant exact de l'endettement du Trésor à l'égard du système bancaire pour définir l'incidence des opérations monétaires du circuit du Trésor. Parmi les correspondants du Trésor, certains jouent

un rôle monétaire. Quoique nous nous réservions de nous occuper par la suite de l'influence des « correspondants du Trésor » (1) sur la liquidité du système bancaire, nous nous devons ici de démêler l'influence de toutes les opérations du circuit du Trésor qui ont une nature monétaire

*1 — Les opérations de la Caisse des Dépôts  
avec l'Institut d'Emission*

La Caisse des Dépôts joue un rôle dans le mécanisme de financement du crédit à moyen terme. Mais elle a, à son tour, la possibilité de réescompter auprès de l'Institut d'Emission une partie de son portefeuille d'effets. Ce réescompte intervient lorsqu'elle a besoin de liquidités, c'est-à-dire, puisqu'elle constitue le réservoir de liquidités du Trésor public, lorsque celui-ci a des problèmes de trésorerie. Il s'agit donc là d'un recours indirect du Trésor à l'Institut d'Emission, qui a l'avantage d'être moins voyant que les avances directes à l'Etat. La diminution du portefeuille d'effets à moyen terme de la Caisse des Dépôts a donc le même effet sur la liquidité bancaire que les avances à l'Etat. Nous devons donc faire état de cette évolution.

|                                                                                  | 1961   | 1962   | 1963   | 1964   | 1965   |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Evolution du portefeuille de<br>la Caisse des Dépôts et de<br>la C.A.C.O.M. .... | + 0,37 | + 1,21 | + 0,57 | — 0,64 | — 0,99 |

Enfin, nous savons que les P.T.T. et les comptables du Trésor attirent, dans des comptes gérés par le circuit du Trésor public, une part déterminée de la masse monétaire.

Il est plus délicat de faire l'analyse de cette influence puisqu'il ne s'agit plus de valeur nouvelle créée ou de ponction nettement opérée ayant une incidence directe sur la liquidité bancaire.

La fuite dans le secteur public s'analyse comme la fuite dans le circuit de la monnaie légale. Elle restreint la liquidité

(1) Nous traitons dans cette section l'effet *monétaire* proprement dit des opérations de trésorerie de ses correspondants, c'est-à-dire celles qui aboutissent à la création de monnaie nouvelle, par contre nous traiterons à part l'incidence des opérations du Trésor et de ses correspondants sur la collecte de l'épargne liquide.

bancaire si elle augmente et accroît la liquidité bancaire si elle diminue. Or la part du Trésor dans la collecte des dépôts bancaires reste fixée à 20 % des dépôts à vue, elle est donc relativement stable, accusant plutôt dans des calculs plus précis une légère baisse. La collecte maximum s'est située en 1958, tandis que depuis cette époque le circuit du Trésor a une action neutre ou plutôt favorable.

## II. — LA COLLECTE DES LIQUIDITÉS PRÉEXISTANTES ET DE L'ÉPARGNE A COURT TERME

### I | LA COLLECTE | DES « CORRESPONDANTS » DU TRÉSOR

Les correspondants du Trésor ont en commun une seule qualité : leur appartenance au circuit monétaire du Trésor. Ceci signifie que chacun d'eux possède dans les écritures du Trésor un compte qui recueille soit l'ensemble des fonds qu'il gère, soit une partie seulement de ses disponibilités.

La subordination totale au Trésor public implique en contrepartie une aide de trésorerie de ce dernier. Aussi les opérations des correspondants sont-elles loin d'apporter dans leur ensemble des disponibilités au Trésor.

Après avoir brièvement rappelé la nature des différents correspondants du Trésor, nous nous intéresserons plus particulièrement à ceux qui lui procurent des disponibilités liquides.

#### *1 — Nature des correspondants*

Les correspondants qui sont les plus liés au Trésor public sont, d'une part, les collectivités administratives qui par leur nature relèvent directement de l'autorité publique, et les *budgets annexes* qui, malgré une gestion propre, sont obligés de verser l'intégralité des fonds qu'ils collectent dans les caisses publiques, d'autre part, les comptables publics qui reçoivent

des fonds des particuliers et qui sont assujettis à la même obligation centralisatrice.

Parmi les budgets annexes, on remarque tout particulièrement les P.T.T. qui transfèrent dans les comptes du Trésor les excédents des dépôts de fonds qui leur sont versés par les particuliers à la fois dans les comptes de chèques postaux et dans les comptes de la Caisse Nationale d'Épargne.

— *La Caisse des Dépôts* a dans ses relations avec le Trésor des liens d'une nature particulière. Elle est considérée comme la Banque du Trésor dont elle assure l'équilibre final de trois manières différentes, soit en laissant par l'intermédiaire de son compte courant des disponibilités importantes à la disposition du Trésor, soit en souscrivant directement des bons en comptes courants (action destinée à la fois à assurer le placement du volume requis et à soutenir les taux), soit enfin en faisant varier son portefeuille d'effets à moyen terme. Par ce dernier moyen, nous l'avons vu, le Trésor public peut obtenir une ressource supplémentaire en monnaie de l'Institut d'Émission. La Caisse des Dépôts possède ainsi l'instrument en dernier ressort de la trésorerie du secteur public.

— *Les « autres établissements publics »* sont très hétérogènes à la fois quant à leur nature propre et quant aux relations qu'ils entretiennent avec le Trésor public.

Certains établissements publics sont des entreprises à caractère industriel ou commercial, ou prestataires de services, comme la S.N.C.F. ou l'O.R.T.F., d'autres sont des établissements financiers spécialisés, comme le Crédit National ou le Crédit Agricole, la Caisse des Dépôts et Consignations.

Ces organismes entretiennent dans les écritures du Trésor des *soldes de disponibilités* et des comptes de bons ; mais parmi ces correspondants certains n'apportent que *leurs déficits* : la S.N.C.F., l'O.R.T.F., l'O.N.I.C. sont dans ce cas ; le Crédit National, le Crédit Foncier et les Entreprises Nationales les suivent de près, car leurs demandes de disponibilités au Trésor sont plus fréquentes que leurs apports de fonds.

Par contre, nous trouvons au premier rang des organismes qui sont toujours créditeurs, le Crédit Agricole, dont la dénomination est sans doute un attrait à la fois pour les agriculteurs eux-mêmes, mais également pour un certain nombre de petites

entreprises individuelles artisanales ou commerciales de province.

Pourtant, malgré le nombre et l'importance des organismes normalement déficitaires du secteur public, le solde des « établissements publics » est toujours positif. A tour de rôle, en effet, ces entreprises industrielles ou financières lancent de grands emprunts sur le marché financier. Au moment du lancement de ces emprunts, les trésoreries de ces organismes sont plus à l'aise et laissent dans leurs comptes à l'Institut d'Emission des disponibilités plus importantes ou souscrivent plus volontiers à des émissions de bons.

Le rôle de la Caisse des Dépôts est très fluctuant d'une année sur l'autre, ce qui démontre qu'elle intervient selon les besoins, en suscitant en particulier une émission de monnaie Banque centrale.

## *2 - Incidence des opérations des correspondants sur la liquidité bancaire*

### *A) Les correspondants « collecteurs de fonds »*

— Les P.T.T. : ils attirent à la fois des disponibilités liquides et des fonds d'épargne.

— Sur le marché des disponibilités liquides, la concurrence est directe. Nous avons mesuré son importance dans notre précédente section, et constaté une diminution du poids qu'elle exerçait sur le système bancaire. Il faut noter tout d'abord que les chèques postaux correspondent économiquement à un besoin précis. Ils ont leur usagers, leur public. Ils présentent des avantages matériels (ouverture le samedi, guichets dans toutes les agences postales) et des garanties de paiement supérieures à celles offertes par les banques.

En outre, il semble que le public considère ses avoirs aux C.C.P. comme plus liquides que son compte bancaire.

— Sur le marché de l'épargne : on a longtemps soutenu que les caisses d'épargne ne concurrençaient pas directement le système bancaire en raison de la nature de leur clientèle et du caractère d'épargne des fonds collectés. Ce point de vue ne peut pas être soutenu très longtemps : il n'est pour



s'en convaincre que de constater l'accroissement des avoirs des Caisses d'Épargne aussitôt après un relèvement de leurs plafonds. Ces ressources sont en partie soutirées au système bancaire et la concurrence est directe. Au demeurant, depuis que les banques ont pu proposer aux particuliers des comptes d'épargne et des dépôts à terme, leurs ressources ont accusé une indéniable augmentation. Aussi, dans ce domaine également, on peut parler d'un allègement de la concurrence du secteur public, allègement qui, comme nous l'avons vu, a profité directement au système bancaire.

— La concurrence de la Caisse des Dépôts : la concurrence de la Caisse des Dépôts s'exerce, de façon tout à fait directe et autoritaire : certains organismes collecteurs de fonds sont en effet obligés de déposer et de gérer les fonds qu'ils récoltent dans des comptes ouverts dans ses écritures. La Caisse des Dépôts, outre les liquidités normalement collectées par le secteur des correspondants, attire ainsi à elle les ressources que les caisses de retraites, les sociétés mutualistes et les compagnies d'assurances collectent auprès du public.

On ne peut porter sur cette forme de concurrence qu'un jugement économique d'ensemble : on constate que sur l'ensemble des fonds collectés de cette manière, détenus le plus souvent sous la forme la plus précaire, et dont le montant s'élevait au 31 décembre 1965 à 75,480 milliards (contre 139 milliards à l'ensemble du secteur bancaire), 81 % en avaient été reprêtés à long terme à la même date (1).

On doit considérer que, ce faisant, la Caisse des Dépôts allège le système bancaire du financement qu'elle assure à certains secteurs de l'économie ; qu'en outre, étant donné l'organisation actuelle du crédit en France, il apparaît douteux que, eût-il bénéficié de ces liquidités, le secteur bancaire aurait replacé dans les mêmes conditions d'illiquidité les fonds ainsi mis à sa disposition.

On peut donc penser que le rôle de la Caisse des Dépôts est difficile à reconsidérer tant que le système bancaire n'aura pas lui-même acquis des techniques équivalentes de financement. Un marché monétaire puissant et organisé ne serait pas étranger à une telle éventualité.

(1) La Caisse des Dépôts et Consignations, *S.E.E.F.*, déc. 1966, p. 1527.

*B) La concurrence des organismes financiers spécialisés*

Comme nous l'avons déjà vu, certains de ces organismes exercent une concurrence directe sur le système bancaire en collectant eux-mêmes des dépôts : le Crédit Agricole et la Caisse des Marchés sont dans ce cas.

D'autres correspondants se contentent de ressources d'emprunt et leur concurrence ne s'exerce que très indirectement sur le marché monétaire puisqu'ils recourent directement au marché financier.

En compensation, ils peuvent intervenir sur le marché monétaire : soit en pensionnant des Bons du Trésor, soit en réescomptant des effets à moyen terme.

La Caisse des Dépôts, la Caisse Nationale de Crédit Agricole n'interviennent que sur le marché des Bons du Trésor, mais elles le font pour une très faible part de leurs liquidités.

Le Crédit National, le Crédit Foncier et la C.N.M.E. sont habilités à intervenir à la fois sur le marché des Bons du Trésor et sur le marché des effets privés, mais leurs opérations sont très peu importantes en volume.

En conséquence, il n'apparaît pas qu'une partie des importantes disponibilités liquides de ces organismes retourne au marché monétaire.

Au contraire, on pourrait penser qu'avec les règles nouvelles de la trésorerie publique, les « correspondants » sont de plus en plus concernés par les problèmes de trésorerie du secteur public, dont, en circuit fermé, ils seront amenés à assurer l'équilibre.

*3 - L'incidence des opérations des Etats d'outre-mer*

Avant d'aborder la troisième ressource de trésorerie du secteur public, disons quelques mots des relations qui le lient aux Etats d'outre-mer : elles sont de deux types :

— *Les Etats d'outre-mer* indépendants entretiennent des *comptes de dépôts* en France dans les écritures du Trésor public. Par ces comptes s'effectue en particulier le transit des prêts du Fonds de Développement pour les pays d'outre-mer de la Communauté Economique Européenne.

— *Les Instituts d'Emission* possèdent de leur côté deux catégories de comptes : *les comptes d'opérations* qui assurent la communication du Trésor français et des Trésors d'outre-mer ; et *les comptes de Bons du Trésor*. Si ces soldes doivent normalement être positifs, leur importance est faible et leur niveau n'a cessé de diminuer depuis 1960.

II | LA COLLECTE DIRECTE  
| DE L'ÉPARGNE PRIVÉE :  
| ÉVOLUTION DE LA DETTE PUBLIQUE

Depuis 1963, la remise en ordre des finances de l'Etat a profondément modifié à la fois les normes de gestion de la dette publique et son incidence sur l'activité économique et financière de la nation.

Nous avons déjà parlé de l'évolution des principes, qui, d'un instrument de la Trésorerie publique, veulent faire de la dette publique une arme financière aux mains du Trésor. Le recours à des ressources à plus ou moins long terme pour financer la dette publique doit permettre au Trésor, débarrassé du préalable que constituait jusqu'à présent le financement du découvert de la trésorerie, d'agir directement sur les différents marchés des capitaux sans que l'urgence de ses propres besoins infléchisse le sens de sa recherche.

Depuis 1963, ces principes ont amené le Trésor public à stabiliser le montant global de sa dette et à modifier les instruments de sa collecte.

Nous distinguons l'effet de ces mesures à la fois sur la dette à court terme et sur la dette à long terme.

*1 – La dette à long terme du Trésor*

Les emprunts publics à long terme peuvent être motivés par des événements très divers. Leur incidence sur les différents marchés de capitaux s'appréciera alors différemment :

A) *Emprunts massifs motivés par des difficultés financières.* — Lorsque l'Etat se trouve obligé de lancer un grand emprunt national dont le but est de consolider une partie de la dette à court terme qui pèse lourdement sur sa trésorerie, il détourne directement dans ses caisses pour les y employer à résoudre de simples problèmes d'équilibre quotidien des fonds destinés normalement à être placés. En général, cette forme d'emprunt se réalise une fois épuisés tous les recours tant aux disponibilités liquides qu'à l'épargne privée et à la création monétaire proprement dite. En conséquence, le poids de ce nouvel emprunt s'ajoute aux autres ponctions exercées sur la liquidité bancaire, et ce d'autant plus que des *privileges* en général exorbitants du droit commun incitent les particuliers à transformer une partie de leurs avoirs divers et de leurs comptes bancaires pour souscrire cet emprunt.

Ses avantages sont variés : ce peuvent être des *indexations*, d'autant plus efficaces qu'elles sont interdites dans les simples contrats de droit privé, ou surtout des avantages fiscaux attachés aux revenus des titres, par exemple l'exonération.

Dans ce cas, l'emprunt à long terme constitue pour les banques une diminution nette de leur liquidité.

Cette pratique a pourtant souvent été justifiée par la mise en évidence de la carence du marché financier qui obligeait l'Etat à financer lui-même une partie croissante des investissements.

Pourtant, il s'avérait souvent difficile de démêler exactement dans les présentations des bilans du Trésor les opérations courantes des opérations qui correspondaient au financement des investissements ; et l'accroissement continu de la dette publique faisait mal augurer de l'utilisation des fonds empruntés.

Parmi ces emprunts rééquilibrants, on trouve essentiellement les deux emprunts Pinay et l'Emprunt national 1956 : le montant de ces trois emprunts fut respectivement de 4,28 milliards (Pinay, 1952), 3,25 milliards (Pinay, 1958) et 3,20 milliards (Emprunt national, 1956).

Nous notons à la fois le montant élevé de l'émission, des *indexations* et des *avantages fiscaux* destinés à favoriser l'émission.

B) *Recours normalisé au marché financier.* — On peut admettre que dans certains cas le recours à l'emprunt à long terme permette à l'Etat d'assurer et de consolider ses finances de telle sorte qu'il lui soit possible de se retirer progressivement et de façon durable du marché des capitaux à court terme.

Mais dans ce cas il y a *substitution* et non plus coexistence de deux formes de recours à l'épargne privée et l'incidence sur la liquidité bancaire en est modifiée. Si, au moment de l'emprunt lui-même, les particuliers sont amenés à distraire une partie des disponibilités dont ils ont besoin, de leurs avoirs liquides, et ce d'autant plus facilement que ce sont les banques elles-mêmes qui assurent le lancement des grands emprunts publics, l'équilibre final se réalise bientôt sur le marché financier lui-même et les banques récupèrent les liquidités dont elles avaient été momentanément privées.

Ceci peut se réaliser d'autant mieux que diverses clauses n'atténuent pas le caractère « à long terme » de l'emprunt public, en particulier des clauses de rachat anticipées.

Mais, même normalisé de cette manière, le recours de l'Etat au marché financier n'inspire la confiance souhaitable que s'il est établi que l'utilisation des fonds empruntés est bien l'investissement et non les affaires courantes. Or, ce n'est que depuis 1963 que le découvert de la loi de finances donne la mesure exacte de l'impasse de trésorerie de la période. Il est donc aisé de se rendre exactement compte de l'utilisation de l'emprunt.

Enfin, si les avantages particuliers disparaissent, il est d'autant plus évident que les fonds attirés par le secteur public avaient une vocation caractérisée à se diriger vers le circuit du Trésor.

Depuis le dernier emprunt national de 1958 dont nous avons parlé, l'Etat a attendu cinq années pour revenir sur le marché financier ; les caractéristiques de ses derniers emprunts évitent les reproches que nous avons pu formuler.

Ces emprunts ne sont plus indexés, ils ne sont pas convertibles, leur montant global est limité, il apparaît clairement qu'ils ne servent pas à courir le déficit des dépenses de fonctionnement ; enfin, en 1965, l'emprunt d'équipement dont le montant de 1 milliard a été intégralement reversé à des



entreprises n'a été assorti d'aucune mesure d'exemption fiscale particulière. Par contre, le montant unitaire de l'emprunt 1963 est resté très élevé (3 milliards). Par la suite, la disparition ou diminution du découvert de la loi de finances a permis la diminution du recours au marché financier.

Si l'équilibre des finances de l'Etat persiste, on voit très bien le rôle que peut être amené à jouer le Trésor public sur les marchés financiers. L'emprunt d'équipement 1965 est un exemple de relance de l'activité économique par une redistribution aux entreprises productrices, par l'Etat, de capitaux qui préfèrent un emploi public à un emploi privé.

C) *Incidence des opérations à long terme du secteur public sur le marché monétaire.* — Comme nous l'avons dit, la disparition des avantages exorbitants va éliminer une des causes de tension sur le marché des liquidités bancaires ; par contre, les émissions d'un montant élevé peuvent continuer à perturber de façon relativement durable l'équilibre des trésoreries des banques ; on peut citer à ce sujet l'emprunt de 1963 pour lequel les banques furent obligées de solliciter des délais importants.

Néanmoins, il semble que ces perturbations n'aient pas d'incidence durable sur la liquidité elle-même et qu'elles ne procèdent que de l'activité normale du marché monétaire dont le rôle est précisément de faciliter les opérations de cet ordre.

## *2 — La reconversion de la dette publique à court terme*

Nous connaissons déjà l'origine de cette dette. Appelés « Bons de la Défense nationale », les ancêtres des Bons du Trésor servirent d'abord à financer la première guerre mondiale, puis à stériliser les liquidités produites par le déficit de la dette publique. Utilisée ensuite couramment par le Trésor pour rééquilibrer ses finances déficitaires, la dette publique offrait au public des instruments de placement de leurs épargnes à court terme dont la rentabilité était satisfaisante et la sécurité totale. Pourtant l'instabilité monétaire qui défavorisa longtemps les

titres à revenu fixe pouvait entraver l'essor de la dette publique à court terme. Aussi diverses techniques furent-elles mises au point pour pallier cet inconvénient : pour les valeurs à court terme ce fut l'institution des bons à intérêt progressif. Aussi, de même que les indexations et les avantages fiscaux devaient disparaître avec la normalisation du recours du Trésor au marché financier, de même, en se détournant du marché des liquidités les plus immédiates, le Trésor devait-il modifier les instruments de sa collecte.

#### *A) Evolution de la structure de la dette à court terme du Trésor public*

a) En 1959, 71 % de la dette à court terme du Trésor avaient pour contrepartie l'émission de *bons à intérêt progressif*. L'intérêt de ces bons pour le public était leur liquidité. Aussi cette technique exploitait-elle le penchant du public pour les avoirs liquides qui n'a cessé de s'accroître avec l'instabilité monétaire. Porteurs d'intérêt après trois mois, ils donnaient au public l'illusion de la liquidité parfaite. Néanmoins, l'observation montre que la partie de la dette publique qui leur correspondait est restée étonnamment stable. Le public qui n'aurait sans doute pas admis de se séparer de ses liquidités pour un terme de deux ou trois ans, ne répugnait pas à l'achat d'effets remboursables ; par contre, une fois l'opération réalisée, il attendait la bonification de sa créance jusqu'à l'échéance de trois années environ, leur taux ayant à ce moment-là dépassé le taux de rentabilité des bons à terme fixe à un an et deux ans.

Le mérite de ces bons fut donc de dégager dans la masse des disponibilités à court terme celles qui correspondaient en gros à une épargne à terme. L'inconvénient de ce système est qu'il diminuait globalement le volume des liquidités qui auraient été normalement déposées dans les comptes bancaires où, il faut bien l'avouer, rien n'était organisé pour les retenir.

Les autres formules offertes au public étaient les *bons à un ou deux ans* dont nous venons de parler et qui n'offraient aucun avantage particulier à leurs porteurs, aussi étaient-ils généralement boudés par le public.

b) Dès 1961, c'est-à-dire avant même que se manifestât la modification des principes de gestion des finances publiques, le Trésor essaya de modifier la structure de sa dette. Il avait pour cela un intérêt immédiat. En effet, l'accroissement continu de son endettement faisait peser sur sa trésorerie une menace constante. Aussi éprouva-t-il le besoin de consolider sa trésorerie.

En 1961, furent créés *les bons de trois à cinq ans* dont le taux de rentabilité était plus élevé que le taux des bons à intérêts progressifs qui avaient eux-mêmes dépassé cette échéance. Parallèlement, le taux des bons à un an et à deux ans était élevé au-dessus des taux des bons à intérêts progressifs qui avaient atteint la même échéance. Ainsi, ces derniers gardaient comme seul avantage leur liquidité, tandis que les bons à terme fixe étaient réévalués.

Une désaffection spontanée se manifesta dans le public pour cette forme de placement, surtout après 1963, année où les remboursements furent pour la première fois supérieurs aux émissions. Ils purent donc être supprimés à la fin de l'année 1964. Une partie croissante de l'épargne collectée par leur intermédiaire se porta sur les bons de trois à cinq ans, une partie sur les bons de un et deux ans, enfin, en raison de la diminution du volume global de la dette publique, une dernière partie, la plus liquide, se retourna soit vers les Caisses d'Epargne dont les plafonds furent réévalués en 1964, soit vers les banques dont on venait de réformer les structures.

*On peut donc affirmer que la réforme de la structure de la dette de l'Etat, en différenciant bien les deux sortes d'épargne auxquelles elle s'adressait auparavant, permit le transfert au système bancaire d'une partie de l'épargne la plus liquide.*

Il convient de donner maintenant la mesure à la fois des ponctions successives opérées par le Trésor sur le marché de l'épargne à court terme, et des transferts qui se sont opérés depuis trois ans environ en faveur du système bancaire.

B) *Evolution du montant de la dette publique  
à court terme*

a) *Le développement de l'épargne à court terme.* — De 1958 à 1963, la dette publique s'est accrue de façon considérable puisqu'elle a presque doublé en cinq ans. Ce phénomène est lié à l'accroissement des besoins de l'Etat, d'une part, et à la conjoncture favorable rencontrée dans le public, d'autre part. Certes, la stabilité monétaire redonna une certaine confiance aux particuliers qui leur permit d'accroître leurs placements à terme, mais la raison essentielle de cet engouement pour les placements publics fut la naissance d'une nouvelle ressource sur les marchés des capitaux, *celle de l'épargne à court terme*. Ce phénomène est récent, il n'entre pas dans le cadre de la distinction traditionnelle faite entre les liquidités et l'épargne. L'épargne à court terme désire être liquide comme les dépôts, mais sa vitesse de rotation est quasi nulle, ce qui fait d'elle finalement une ressource très stable.

Comme la monnaie, cette épargne à court terme ne se confie qu'à titre précaire et n'admet pas de longue immobilisation. De l'épargne pourtant, elle a la stabilité et il apparaît qu'elle demeure longtemps dans les circuits auxquels elle a été confiée.

De cette ambiguïté, l'Etat a su tirer parti et si on peut lui reprocher d'avoir un peu trop fait considérer cette ressource comme lui étant réservée, du moins a-t-il eu le mérite d'avoir détecté la nature particulière de cette épargne et de lui avoir fait prendre conscience de soi.

Des dépôts dans les Caisses d'Epargne, les bons à intérêts progressifs furent autant de techniques qui permirent de faire la démonstration que la préférence pour la liquidité masquait l'existence d'une ressource nouvelle dont la destination était le placement.

Mais l'accroissement de cette épargne à court terme est un phénomène qui prend de l'ampleur et si le Trésor a, pendant un certain temps, accentué son emprise sur ce marché, il apparut bientôt qu'une partie de ces ressources pouvait, une fois stabilisés les besoins du secteur public, faire retour au circuit bancaire.

Le tableau suivant montre et compare l'évolution de

l'épargne à court terme et l'évolution de la dette publique entre 1959 et 1965, c'est-à-dire pendant la période qui vit la modification des principes de gestion des finances publiques.

*Accroissements annuels comparés de l'épargne à court terme  
de la dette à court terme de l'Etat  
et des dépôts d'épargne dans les comptes bancaires*

|           | <i>Epargne</i> | <i>Dette publique</i> | <i>Secteur bancaire</i> |
|-----------|----------------|-----------------------|-------------------------|
| 1959..... | + 9,86         | + 3,69                | + 1,96                  |
| 1960..... | + 10,38        | + 3,56                | + 2,73                  |
| 1961..... | + 11,29        | + 3,89                | + 2,69                  |
| 1962..... | + 12,06        | + 3,60                | + 2,18                  |
| 1963..... | + 9,44         | + 2                   | + 0,69                  |
| 1964..... | + 13,26        | + 0,55                | + 2,61                  |
| 1965..... | + 12,28        | + 0,07                | + 2,79                  |

D'après S.E.E.F., La dette publique, n° 214, oct. 1966, p. 1243.

Nous constatons que ces deux grandeurs montrent un rythme d'accroissement très élevé pendant la période 1958-1963. Puis la dette à court terme de l'Etat se stabilisa progressivement et les ponctions opérées sur le marché de l'épargne à court terme diminuèrent jusqu'à une valeur infime.

Le retournement de cette tendance illustre parfaitement l'évolution des principes de gestion que nous avons précédemment évoquée. Cette simple évolution montre que si l'Etat persiste dans cette voie, il est plus que probable qu'un certain volume de l'épargne à laquelle il renonce ira s'investir dans les comptes bancaires. Il convient alors de chiffrer le poids que les ponctions successives sur ce marché de l'épargne a ôté au système bancaire pendant les années de fort endettement du secteur public.

b) *Volume des fonds liquides collectés par le canal de l'accroissement de la dette publique.* — Ce même tableau montre qu'entre 1958 et 1963 le secteur public a prélevé sur le marché de l'épargne à court terme 14,68 milliards de ressources stables. On se prend à rêver à ce qui se serait produit si la structure des banques avait été aménagée pour recevoir l'ensemble de ces disponibilités (1).

(1) Cette ponction sur l'épargne privée est à ajouter à la ponction faite directement sur les liquidités bancaires et dont l'analyse a été effectuée p. 153.



Si on compare ce chiffre à celui de l'endettement bancaire, on peut se dire qu'effectivement la disposition d'une telle ressource aurait permis au système bancaire de se désendetter progressivement à l'égard de l'Institut d'Emission.

Après 1963, s'est manifestée l'incidence de l'évolution des principes de gestion de la dette publique sur la canalisation de l'épargne à court terme. Pendant ces trois dernières années, le Trésor a renoncé à accroître ses recours à l'épargne publique à court terme. En conséquence, celle-ci a été libérée et rendue apte à d'autres emplois. Ce retournement peut, dès lors, avoir une influence considérable sur l'évolution des ressources bancaires. Encore faut-il pouvoir prédire qu'elles se dirigeront bien vers ce circuit et ne seront pas interceptées par d'autres emplois concurrents.

Nous allons donc maintenant, par une analyse comparative des différents emplois possibles offerts aux épargnes à court terme, essayer de déterminer la part que l'on peut s'attendre à voir passer dans le circuit bancaire.

### C) Répartition de l'épargne à court terme entre les circuits du Trésor et des Banques

a) *Les emplois concurrents de l'épargne à court terme.* — Quatre emprunteurs se manifestent sur le marché de l'épargne à court terme : le Trésor, les Caisses d'Epargne, la Caisse Nationale de Crédit Agricole et les Banques. Comme nous pouvons *a priori* le constater, trois de ces intervenants appartiennent au circuit du Trésor.

Les techniques utilisées sont au nombre de quatre : elles se répartissent entre les quatre organismes selon le tableau ci-après :

- *les taux* : les taux des opérations dépendent uniquement de leur terme et non de la personnalité de l'emprunteur ;
- la seule exception réside dans le maintien pour les dépôts du premier livret de caisse d'épargne d'un taux privilégié, avec exonération d'impôt ;
- *pour les autres placements* : tous les placements à terme ; dépôt ou bons sont rémunérés selon leur terme de un à cinq ans ;
- les comptes sur livret rapportant un taux net légèrement inférieur, de même que les comptes d'épargne-logement.

|                             | Trésor                              | Crédit Agricole  | Caisses d'Epargne                                 | Banques                                                            |
|-----------------------------|-------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| <i>Les bons</i>             | 1 an.<br>2 ans.<br>3 ans.<br>5 ans. | 3 ans.<br>5 ans. |                                                   | 1 an.<br>2 ans.<br>3 ans.<br>5 ans.                                |
| <i>Les dépôts d'épargne</i> |                                     |                  | 1 <sup>er</sup> livret.<br>2 <sup>e</sup> livret. | Comptes sur livret.                                                |
| <i>Les dépôts à terme</i>   |                                     |                  |                                                   | A 1 an.<br>A 2 ans.<br>A 3 ans.<br>A 5 ans.<br>A 6 ans et au-delà. |
| <i>Epargne-logement</i>     |                                     |                  | Epargne-logement dans les Caisses d'Epargne       | Epargne-logement dans les Banques.                                 |

Enfin, les banques sont seules habilitées à accepter des dépôts à plus de six ans. Le taux de cette opération est libre.

En conclusion, on peut constater que les banques sont actuellement placées sur un pied d'égalité du point de vue des taux de rendement qu'elles peuvent consentir au public.

Par contre, elles sont avantagées par la variété des opérations qu'elles peuvent proposer et qui regroupent l'ensemble des opérations que pratiquent tous les autres emprunteurs sur le marché de l'épargne à court terme et des opérations propres aux dépôts à terme.

Les banques sont donc actuellement théoriquement mieux armées que tous les autres emprunteurs pour attirer à elles l'épargne à court terme.

Mais cette structure ne date que d'une période récente. Il convient, pour en apprécier la portée, de revenir en arrière et d'analyser l'évolution respective de la part des organismes appartenant au secteur public et au secteur bancaire au cours des dix dernières années.

b) Répartition des ressources d'épargne dans le circuit du secteur public et le circuit bancaire au cours de la période 1959-1966. — Méthode d'analyse : nous allons retrouver ici la méthode d'analyse qui nous a permis d'étudier l'incidence de la demande

de billets sur la liquidité bancaire, c'est-à-dire la comparaison de la variation des flux de chaque période.

Le tableau suivant donne la valeur des différents flux collectés par les différents emprunteurs et leur regroupement en deux secteurs.

*Répartition de l'épargne à court terme  
entre les organismes emprunteurs*  
(Variation annuelle en milliards de francs)

|          | Circuit du Trésor public |       |              |       |                 |       |              |       | Circuit bancaire |       |
|----------|--------------------------|-------|--------------|-------|-----------------|-------|--------------|-------|------------------|-------|
|          | Caisse d'Epargne         |       | Trésor       |       | Crédit Agricole |       | Total        |       | Valeur nette     | %     |
|          | Valeur nette             | %     | Valeur nette | %     | Valeur nette    | %     | Valeur nette | %     |                  |       |
| 1959 ... | + 3,81                   | 38,60 | + 3,63       | 37,40 | + 0,40          | 4,10  | + 7,84       | 80,10 | 1,96             | 19,90 |
| 1960 ... | + 3,43                   | 33    | + 3,56       | 34,30 | + 0,66          | 6,40  | + 7,65       | 73,70 | 2,73             | 26,30 |
| 1961 ... | + 3,90                   | 34,50 | + 3,89       | 34,50 | + 0,81          | 7,20  | + 8,60       | 72,20 | 2,69             | 23,80 |
| 1962 ... | + 5,21                   | 43,20 | + 3,60       | 29,80 | + 1,07          | 8,90  | + 9,88       | 81,90 | 2,18             | 18,10 |
| 1963 ... | + 5,53                   | 58,60 | + 2,00       | 21,20 | + 1,22          | 12,90 | + 8,75       | 92,70 | 0,69             | 7,30  |
| 1964 ... | + 8,56                   | 64,60 | + 0,55       | 4,10  | + 1,54          | 11,60 | + 10,65      | 80,30 | 2,61             | 19,70 |
| 1965 ... | + 7,07                   | 57,60 | + 0,070      | 0,60  | + 2,35          | 19,10 | + 9,49       | 77,30 | 2,79             | 22,70 |

Nous constatons que la part du secteur bancaire dans la canalisation de l'épargne à court terme n'a cessé de diminuer au fur et à mesure que s'accroissaient les recours du Trésor public : c'est donc bien à son égard que s'exerçait le plus directement cette concurrence.

Après 1963, la diminution de l'endettement du Trésor n'a pas eu d'effet immédiat sur la part des banques, car le relèvement du plafond des Caisses d'Epargne a canalisé une part importante de l'épargne sans emploi.

La Caisse Nationale de Crédit Agricole recueille une part croissante de l'épargne à court terme, ce qui explique son rôle d'apporteur de liquidités dans le circuit du Trésor.

En 1964, pour la première fois, la tendance a favorisé une redistribution de l'épargne en faveur du secteur bancaire. Le second tableau compare les variations des flux qui se sont réparties entre les deux secteurs.

*Variation des flux et orientation de la tendance de chaque circuit*  
Favorable + ou défavorable —

|            | <i>Circuit<br/>du Trésor</i> | <i>Circuit<br/>bancaire</i> |
|------------|------------------------------|-----------------------------|
| 1960 ..... | — 0,19                       | + 0,77                      |
| 1961 ..... | + 1,45                       | — 0,04                      |
| 1962 ..... | + 3,57                       | — 0,51                      |
| 1963 ..... | — 1,13                       | — 1,49                      |
| 1964 ..... | + 2,90                       | + 1,08                      |
| 1965 ..... | — 1,16                       | + 0,18                      |

D'après La dette publique, évolution depuis 1960,  
S.E.E.F., n° 214, oct. 66, p. 1243.

Nous pourrions constater qu'en 1960, encouragée par la formation des comptes spéciaux et des comptes d'épargne-logement, l'épargne à court terme s'était une première fois dirigée vers le secteur bancaire. C'est donc bien l'accroissement de l'endettement du Trésor qui stoppe cette tendance. Par la suite, le relèvement des plafonds des Caisses d'Epargne neutralise l'effet de la diminution de la dette publique et ce n'est finalement qu'en 1965 que, pour la première fois, les placements dans les banques sont supérieurs aux placements dans le circuit du Trésor, malgré la croissance de l'importance du crédit agricole (dont nous avons déjà dit qu'il possédait sa clientèle propre).

Cette tendance sera-t-elle durable ?

Cela semble possible, la concurrence du secteur public étant normalisée, et les banques paraissant mieux armées pour collecter une part croissante de l'épargne à court terme.

## CONCLUSION

Nous avons constaté tout au long de notre étude que les opérations du secteur public avaient effectivement eu une influence très défavorable sur le secteur bancaire, soit en le privant de ressources, soit en intervenant directement sur sa liquidité.

Pourtant, on ne saurait tirer de cette étude des conclusions prématurées sur l'incidence défavorable des opérations du secteur public pendant ces dix dernières années. Pour norma-

liser le recours de l'Etat au marché monétaire ou au marché financier, il était indispensable que deux conditions soient remplies :

— La première condition, sans laquelle les modifications des principes de gestion du Trésor ne sont que vaines déclarations, est le rééquilibrage fondamental des finances publiques.

Nous appelons équilibre fondamental celui qui assure les dépenses courantes à l'aide de ressources courantes, et les opérations provisoires de prêts par des emprunts éventuels et normalement lancés sur les marchés des capitaux.

Ce fut l'objet de la remise en ordre des finances publiques d'avoir fait apparaître clairement dans la loi de finances ces deux catégories d'opérations.

— La seconde condition, aussi importante sans doute que cette première, est la constitution d'un réseau de collecte dont les ressources sont suffisamment régulières et importantes pour assurer en circuit fermé la trésorerie du secteur public, s'il apparaît opportun que celui-ci n'intervienne pas sur les marchés de capitaux. Nous avons vu en effet que le réseau des correspondants avec ses apporteurs structurels de disponibilités et ses différents recours au marché financier était capable d'assurer l'équilibre des finances publiques en circuit fermé. Mais c'est en grande partie aux dépens du système bancaire que cet équilibre s'est réalisé.

Au contraire, à l'heure actuelle, les opérations du Trésor public ne sont plus systématiquement défavorables à la liquidité bancaire.



## TROISIÈME PARTIE

# *LA RÉGULATION MONÉTAIRE PAR L'INSTITUT D'ÉMISSION*

Cette troisième partie est destinée à faire le point sur la part respective que l'Institut d'Emission et le marché monétaire prennent dans le financement des crédits à l'économie distribués par les banques.

Un chapitre sera consacré à examiner la participation de l'Institut d'Emission à la création monétaire par le canal des liquidités potentielles.

Une deuxième analyse sera consacrée aux instruments de la politique monétaire et aux mesures récentes.

L'objet de ces deux analyses sera de déterminer si les relations existant entre les banques et la Banque de France n'empêchent pas un marché monétaire de fonctionner, et de prévoir si l'organisation d'un marché monétaire ne renforcerait pas les pouvoirs de coercition de l'Institut d'Emission à l'égard des banques.

Une courte partie introductive sur la situation exacte du système bancaire français par rapport à l'Institut d'Emission permettra de mieux situer la discussion.



*La mesure  
de la sujétion bancaire  
à l'égard de l'Institut d'Emission*

Les analyses traditionnelles du marché monétaire français font, à juste titre, état de particularismes qui le différencient de ses homologues anglo-saxons et insistent en général sur trois points qui leur apparaissent comme un handicap à son développement. Nous ferons comme elles, quoique nous nous proposons de limiter l'incidence de telles confrontations.

I | PARTICULARISME  
| DU MARCHÉ FRANÇAIS

A l'encontre de la constitution d'un marché libre en France, on souligne que le marché monétaire français est dominé :

- par la place du réescompte dans l'organisation française du crédit ;
- par l'endettement des banques auprès de l'Institut d'Emission ;
- par l'obligation qu'elles ont de se procurer un fort volume de monnaie légale pour tout volume de monnaie qu'elles créent.

Reprenons en détail ces trois points.

1 - L'importance  
du réescompte en France

La France est, avec l'Allemagne fédérale, le pays où le réescompte occupe proportionnellement la plus grande place dans le rééquilibrage des trésoreries bancaires. Ce qui ne signifie pas que les autres pays n'aient pas à recourir à l'Institut d'Emission pour se procurer des liquidités, mais ils peuvent le faire sous la forme d'avances sur titres publics (Italie, Pays-Bas) (1) ou d'avances garanties par dépôts de Bons du Trésor (Etats-Unis) (2).

Le rôle joué en France par le réescompte dépend des options historiques adoptées, lors de la création de la Banque de France, sur les règles d'émission de la monnaie centrale. Ayant admis que celle-ci pouvait varier selon les besoins de l'économie, les législateurs napoléoniens adoptant plus ou moins le *banking principle* (3) acceptèrent le réescompte par la Banque d'Emission d'effets présentant un certain nombre de qualités, afin de donner une certaine élasticité au volume de la masse monétaire. Au demeurant, les banques de dépôts distribuaient elles-mêmes leurs crédits sous forme d'escompte de traites commerciales. Les instruments du crédit et les moyens de trésorerie étaient dès lors liés, et le procédé n'apparaissait pas comme inflationniste puisque le paiement final du client annulait l'opération.

Il faut pourtant dire que, jusqu'en 1935, l'importance de l'Institut d'Emission dans ce domaine était minime, étant donné la forte liquidité des banques françaises. La Banque de France ne pouvait pas contrôler le crédit par ce moyen. Elle prit d'ailleurs diverses mesures pour rendre le réescompte plus attrayant (4).

Pourtant les inconvénients du réescompte apparaissaient déjà à certains auteurs. P. Coste (5) par exemple, dans un ouvrage écrit en 1932, critique ce système qui empêche le

(1) *Les instruments de la politique monétaire* (C.E.E.), 1962.

(2) J. MARCHAL, *Monnaie et crédit*, Cujas, 1970.

(3) A. PIETTRE, *Histoire de la pensée économique et analyse des théories contemporaines*, Dalloz, 1966.

(4) P. GRIVET, *La mobilisation du crédit en France*, L.G.D.J., 1962.

(5) P. COSTE, *Les grands marchés financiers*, Payot, 1932.

développement du marché monétaire, puisque la moindre crise de liquidité, en faisant entrer « en banque » le marché des liquidités, lui enlève toute influence.

Cette époque inaugura en effet une ère de sujétion pour les banques de dépôts. Affectées par les conséquences de la crise mondiale, qui fit refluer l'or européen dans les caisses d'outre-Atlantique où il fut stérilisé, les banques connurent leur première crise de liquidité et le taux du marché libre s'éleva alors au niveau du taux d'escompte de l'Institut d'Emission. Depuis cette époque, marginal et restreint, le marché libre a souvent joué un rôle secondaire dans l'ajustement des flux monétaires.

## *2 - L'endettement bancaire*

L'existence du réescompte n'est pas à elle seule un frein définitif à la constitution d'un marché monétaire, puisque cette institution a joué un rôle important avant la seconde guerre mondiale. C'est donc à l'endettement continu du système bancaire à l'égard de l'Institut d'Emission que l'on se réfère plus volontiers pour insister sur la difficulté qu'il y aurait à mettre en place un véritable marché monétaire. Historiquement, ce phénomène est pourtant récent et il est étonnant qu'on le considère comme définitif. S'il est difficile de dater l'apparition du marché hors banque, puisqu'elle se perd dans les origines du système bancaire français, il est sûr que les banques ne commencent à être endettées auprès de l'Institut d'Emission que dans une courte fraction de la période de l'entre-deux-guerres (1933-1935), puis, les nécessités de la reconstruction passant au premier plan, dès 1948. A partir de ce moment, entre l'inflation et le besoin national de crédit, nul moyen n'est assez bon pour aider les banques à jouer leur rôle de premier plan dans le financement de la reconstruction.

Dès 1939, l'Etat s'engage à acheter à taux fixe les Bons du Trésor des banques, et si les planchers de bons fixés en 1948 endiguent assez imparfaitement tout d'abord cette ressource commode, d'autres moyens sont mis en œuvre pour que les banques puissent trouver les liquidités nécessaires. Les pla-



fonds d'escompte assez libéralement fixés deviennent un véritable *droit de tirage* pour les banques, qui, en outre, peuvent *escompter hors plafond* les effets à moyen terme représentatifs d'une forme de crédit que l'on commence à encourager, sans parler *des opérations dites d'open market*, mais qui en fait ne jouent que dans un seul sens, celui de la liquidité.

Devant l'importance de cet endettement qui, en 1958, se monte à 23 milliards contre 35 milliards de dépôts, il semble impossible que les banques puissent jamais se désendetter suffisamment pour qu'un marché monétaire fonctionne.

## II | ÉTUDE STATISTIQUE | DE L'ÉQUILIBRE | DU SYSTÈME BANCAIRE

Nous utiliserons pour cela les séries les plus longues que nous ayons trouvées, celles figurant dans *Statistical Financial Statistics*, publication mensuelle du Fonds Monétaire International. Elles couvrent une période qui va de 1948 à 1967 (premier trimestre de 1967 inclus).

Nous considérerons comme caractéristique de l'endettement bancaire un poste de l'actif de l'Institut d'Emission intitulé dans la terminologie propre au F.M.I. « Créances sur les banques de dépôts ».

— Pour apprécier l'importance des autres ressources des banques, nous utiliserons évidemment les postes du passif des bilans des banques de dépôts intitulés respectivement « dépôts à vue et dépôts à terme ».

— Pour apprécier l'importance des encours des banques de dépôts par rapport à l'activité qu'elles déploient sur le marché des prêts à court terme, nous nous reporterons aux postes « crédits en secteur privé » et « crédits en secteur public ».

— Pour apprécier leur capacité de financement propre, nous confronterons les ressources et les emplois des banques, en dehors de tout recours à l'Institut d'Emission.

Sur les tableaux suivants figurent les sources de nos renseignements, et les conclusions que nous en avons tirées.

Nous avons déjà pu constater que les fuites hors du circuit bancaire se sont sans cesse atténuées au cours de la période. Dans l'article déjà cité de la revue *S.E.E.F.* de 1964 <sup>(a)</sup>, l'auteur considérait la décroissance de la monnaie fiduciaire comme un phénomène lent à se manifester. Cela est vrai. Mais un mouvement commencé il y a vingt ans environ donne au cours d'une telle période des résultats appréciables. Nous examinerons plus loin le problème de l'escompte. Pour l'endettement bancaire proprement dit, le tableau et le graphique de la page suivante font état de variations considérables.

*Les conditions d'équilibre du système bancaire*  
(Milliards de francs)

*Banque de dépôts*

| <i>Année</i> | <i>Banque de France</i> | <i>Dépôts à vue</i> | <i>Dépôts à terme</i> | <i>Total des dépôts</i> | <i>Crédits au secteur public</i> | <i>Crédits au secteur privé</i> | <i>Total des crédits à l'économie</i> | <i>Année</i> |
|--------------|-------------------------|---------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|--------------|
| (1)          | (2)                     | (3)                 | (4)                   | (5)                     | (6)                              | (7)                             |                                       |              |
| 1948         | 3,15                    | 9,46                | 0,20                  | 9,66                    | 3,53                             | 8,51                            | 12,04                                 | 1948         |
| 1949         | 4,93                    | 11,15               | 0,38                  | 11,53                   | 4,20                             | 11,89                           | 16,09                                 | 1949         |
| 1950         | 5,05                    | 12,40               | 0,60                  | 13,00                   | 4,30                             | 13,56                           | 17,86                                 | 1950         |
| 1951         | 9,62                    | 14,31               | 0,80                  | 15,11                   | 5,12                             | 19,06                           | 24,18                                 | 1951         |
| 1952         | 11,83                   | 16,39               | 0,99                  | 18,18                   | 6,25                             | 22,72                           | 28,97                                 | 1952         |
| 1953         | 12,57                   | 18,72               | 1,36                  | 20,08                   | 7,01                             | 25,19                           | 32,20                                 | 1953         |
| 1954         | 13,13                   | 21,77               | 1,67                  | 23,44                   | 7,57                             | 28,60                           | 36,17                                 | 1954         |
| 1955         | 14,39                   | 24,43               | 2                     | 26,43                   | 7,85                             | 32,99                           | 40,84                                 | 1955         |
| 1956         | 20,79                   | 26,69               | 2,32                  | 28,91                   | 9,02                             | 40,24                           | 49,26                                 | 1956         |
| 1957         | 21,73                   | 29,52               | 3,98                  | 33,50                   | 9,13                             | 43,37                           | 52,50                                 | 1957         |
| 1958         | 23,08                   | 30,80               | 4,51                  | 33,51                   | 8,51                             | 48,68                           | 57,78                                 | 1958         |
| 1959         |                         |                     |                       |                         |                                  |                                 |                                       | 1959         |
| 1960         | 22,68                   | 42,67               | 9,01                  | 51,68                   | 12,64                            | 62,04                           | 74,68                                 | 1960         |
| 1961         | 21,81                   | 50,38               | 11,70                 | 61,08                   | 10,32                            | 73,29                           | 83,61                                 | 1961         |
| 1962         | 23,25                   | 61,57               | 13,88                 | 75,46                   | 10,57                            | 87,64                           | 98,21                                 | 1962         |
| 1963         | 23,87                   | 72,15               | 14,57                 | 86,72                   | 11,24                            | 98,34                           | 110,68                                | 1963         |
| 1964         | 23,27                   | 78,58               | 17,18                 | 95,76                   | 8,66                             | 109,00                          | 117,66                                | 1964         |
| 1965         | 25,33                   | 87,12               | 19,95                 | 107,07                  | 9,43                             | 121,04                          | 130,47                                | 1965         |
| 1966         | 23,63                   | 95,42               | 25,00                 | 120,42                  | 5,52                             | 135,73                          | 141,35                                | 1966         |
| 1967 (*)     | 19,36                   | 93,72               | 27,18                 | 120,98                  | 5,71                             | 133,32                          | 139,03                                | 1967(*)      |

(\*) 1<sup>er</sup> trimestre.

Source : *Statistical Financial Statistics*.

(a) Cité p. 106, n. 1.

## Position des banques de dépôts à l'égard de l'Institut d'Emission

| Année     | Encours<br>des banques de dépôts<br>à l'Institut<br>d'Emission<br>en % de leurs<br>ressources totales | Encours<br>des banques de dépôts<br>à la<br>Banque de France<br>en %<br>du crédit distribué | Capacité<br>de financement<br>du système bancaire |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
|           | 1/1 + 4                                                                                               | 1/7                                                                                         | 4/7                                               |
| 1948..... | 24                                                                                                    | 25                                                                                          | 80                                                |
| 1949..... | 29                                                                                                    | 30                                                                                          | 71                                                |
| 1950..... | 27                                                                                                    | 28                                                                                          | 72                                                |
| 1951..... | 38                                                                                                    | 40                                                                                          | 62                                                |
| 1952..... | 39                                                                                                    | 40                                                                                          | 62                                                |
| 1953..... | 38                                                                                                    | 39                                                                                          | 65                                                |
| 1954..... | 35                                                                                                    | 36                                                                                          | 64                                                |
| 1955..... | 35                                                                                                    | 35                                                                                          | 64                                                |
| 1956..... | 42 (max.)                                                                                             | 48 (max.)                                                                                   | 58 (min.)                                         |
| 1957..... | 39                                                                                                    | 41                                                                                          | 63                                                |
| 1958..... | 38                                                                                                    | 40                                                                                          | 64                                                |
| 1959..... |                                                                                                       |                                                                                             |                                                   |
| 1960..... | 30                                                                                                    | 30                                                                                          | 69                                                |
| 1961..... | 27                                                                                                    | 26                                                                                          | 73                                                |
| 1962..... | 23                                                                                                    | 23                                                                                          | 76                                                |
| 1963..... | 21                                                                                                    | 21                                                                                          | 78                                                |
| 1964..... | 19                                                                                                    | 19                                                                                          | 81                                                |
| 1965..... | 19                                                                                                    | 19                                                                                          | 82                                                |
| 1966..... | 16                                                                                                    | 16                                                                                          | 85                                                |
| 1967..... | 13                                                                                                    | 14                                                                                          | 87                                                |



Graphique 9. — Endettement des banques françaises en pourcentage de leurs ressources totales

Ceux qui déploraient en 1958 l'endettement du système bancaire ne peuvent plus le faire en 1967. L'endettement des banques a diminué en valeur absolue, mais surtout en valeur relative ; il est impossible de considérer l'endettement de l'heure actuelle comme un phénomène contraignant pour le système bancaire (voir en particulier le graphique 9).

Aussi pensons, quant à nous, que la faible liquidité des banques françaises a été conditionnée par les contraintes quantitatives imposées aux banques par l'Institut d'Emission. Mais nous nous gardons bien de porter *a priori* sur celles-ci un jugement défavorable, puisque c'est par la diminution constante du recours aux liquidités potentielles que les banques, en se désengageant tout au moins en valeur relative à l'égard de l'Institut d'Emission, ont acquis cet équilibre spontané et ce retour à des normes de fonctionnement concurrentielles que les mesures législatives récentes sont venues sanctionner.

## *Le problème des liquidités potentielles*

A l'origine du principe des liquidités potentielles, on trouve l'idée que le système bancaire pour assurer sa sécurité doit se plier à des « ratios », ratios de liquidité, ratios de trésorerie, qui, selon les époques, ont pris le nom de « planchers », « plafonds », « coefficients », toutes terminologies destinées à indiquer que les banques doivent se constituer des portefeuilles d'actifs obligatoires et les conserver dans un certain rapport de l'ensemble de leurs dépôts.

Le système des ratios repose sur le fait que les banques doivent, pour faire face à leurs engagements, disposer d'un certain volume d'avoirs éminemment liquides, de façon à pouvoir en assurer le plus vite possible la mobilisation. Aussi ces ratios prirent-elles le nom de *ratios de liquidités* et servirent-elles à définir le concept de « liquidité théorique », couramment utilisé à l'heure actuelle.

Or, que vaut cette conception de la liquidité, différente de celle que nous avons adoptée dans notre deuxième partie ? A l'heure actuelle, cette conception tend progressivement à être remplacée par une vision plus dynamique de la liquidité bancaire. La trésorerie des grandes banques modernes répond aux besoins suivants : maximiser le profit actuel et futur de la banque tout en restant à l'intérieur de normes de sécurité, celles-ci étant déterminées par des prévisions portant sur l'ensemble de la période de gestion et confrontant, à la fois, les besoins futurs grandement dépendants de la structure des échéances, et les ressources futures prédéterminées par l'activité bancaire elle-même.



Aussi n'est-il pas étonnant que la synthèse, sinon l'interprétation de ces données diverses, soit assurée de plus en plus aux Etats-Unis selon une technique qui s'apparente à la recherche opérationnelle.

Aussi les ratios semblent à l'heure actuelle dénuées de leur contenu ancien, et ne servent plus qu'à permettre à l'Institut d'Emission une politique de coercition facile, à moins qu'il ne s'agisse au contraire d'accorder aux banques des dons et avantages particuliers destinés à assouplir le fonctionnement du système bancaire.

C'est dans cet esprit que nous aborderons le problème des liquidités potentielles, c'est-à-dire en cherchant à voir dans son évolution un aspect de la politique monétaire française.

## A | LE PRINCIPE

Les banques modernes obéissent à des principes de couvertures différents selon les pays, mais soumis à des règles strictes. Ces principes jouent sur la loi des grands nombres, qui veut que, pour un nombre important de transactions journalières, les dépôts en banques et les retraits doivent normalement se compenser. Une encaisse de précaution minimale doit permettre de faire face à des retraits supplémentaires imprévus. Pourtant, dans tous les pays, les banques sont néanmoins obligées de se soumettre à des normes de sécurité qui dépassent largement la première réserve théorique de liquidité : l'encaisse sous sa forme la plus liquide de monnaie fiduciaire.

Ceci est largement justifié puisqu'une part importante des dépôts est une création pure et simple du système bancaire. Qu'un événement imprévu entraîne des retraits massifs et vienne modifier les conditions dans lesquelles joue le multiplicateur de crédit et les banques devront faire face à un vaste besoin de monnaie légale qu'elles doivent pouvoir obtenir en faisant jouer leur seconde réserve de liquidité. Ce second moyen consiste souvent en un recours pur et simple à la Banque centrale dans son rôle de Banque des Banques : il justifie que celle-ci

soit régulièrement informée de l'expansion des liquidités à laquelle elle doit normalement contribuer.

C'est pourquoi l'analyse de cette liquidité théorique des banques est assez ambiguë. Les moyens employés résultent du double dessein de préserver la liquidité des banques et de permettre à l'Institut d'Emission de contrôler l'émission monétaire. Dans cette partie, nous nous attacherons uniquement à analyser ces réglementations du seul point de vue de la liquidité, réservant à une autre partie de notre étude l'analyse des moyens de contrôle dont dispose l'Institut d'Emission.

Il existe deux systèmes principaux : le système de la couverture fractionnaire et le système du coefficient de liquidité.

## I | LE SYSTÈME DE LA COUVERTURE FRACTIONNAIRE

Ce système prévoit que tout organisme bancaire doit garder sous forme de monnaie centrale une partie de ses actifs. Cette monnaie est elle-même détenue sous deux formes : une partie se trouve dans les encaisses en billets des banques, l'autre partie est déposée dans des comptes ouverts par les établissements bancaires à la Banque centrale. Lorsque les comptes des banques à la Banque centrale sont exprimés en pourcentage de leur passif, il s'agit du système des réserves minimales.

Les détracteurs de ce système (1) lui dénie toute efficacité. En période normale, le mécanisme des réserves limite artificiellement les possibilités d'action des banques et stérilise une partie de leurs avoirs qui restent improductifs. En cas de panique, la proportion gardée, fût-elle de 20 % comme aux Etats-Unis, est impuissante à assurer les demandes de remboursements. C'est du moins ce que pense Samuelson, dans le cas américain et dans un système de crédit qui comporte un nombre important d'organismes bancaires régionaux de moyenne importance et non centralisés, système très différent du nôtre.

L'avantage de ce système est qu'il met les banques en face de leurs problèmes de trésorerie à l'occasion de toutes leurs

(1) P. A. SAMUELSON, *L'économie* (traduction française), A. Colin, 1962.

opérations de prêts, ce qui les oblige à réaliser une gestion plus harmonieusement équilibrée de leurs avoirs.

Le second avantage de ce système est son caractère indifférencié qui agit uniformément sur toutes les banques et tous les avoirs. Aux Etats-Unis, il n'est assorti d'aucune mesure de contrôle direct. Il assure donc aux banques une complète liberté dans un cadre préétabli par une réglementation d'ordre général.

## II | LE SYSTÈME DU COEFFICIENT DE LIQUIDITÉ

Ce système établit une relation entre les avoirs disponibles à vue ou réalisables à court terme et le passif à vue et à court terme. A l'inverse du précédent, il présente l'avantage de permettre une utilisation maximum des ressources des banques. Dans le cas de la France où ce coefficient est de 60 %, les nécessités de la reconstruction avaient rendu nécessaire la mobilisation de toutes les ressources bancaires au service du crédit. Les banques françaises opéraient avec une réserve de trésorerie quasi nulle.

Une étude récente (1) donne pour l'année 1964 un coefficient d'encaisse de 4 % qui s'est abaissé en cours d'année à 2 %.

En revanche, le grave inconvénient de ce système est qu'en l'absence de réels moyens de liquidité le système bancaire résout tous ses problèmes de trésorerie par le recours à l'émission de monnaie centrale. Cette possibilité constitue la *liquidité potentielle* : les banques peuvent se procurer dans des délais extrêmement courts des avoirs liquides en négociant une partie de leurs actifs. Il est même presque faux de parler de délais, tellement ils sont courts.

En effet, le principe même des règlements en chambre des compensations réduit à « un instant de raison » l'ensemble des opérations qui rendent la banque débitrice et celles qui réalisent l'ajustement de sa trésorerie. La banque elle-même n'est pas prise de court, puisque la veille divers renseignements ont

(1) M. LELART, *L'émission de monnaie dans l'économie française*, Nouvelles Editions latines, 1967.

permis à son trésorier de prévoir sa situation exacte avec une marge d'erreur infime. Il faut bien noter que la compensation générale a lieu à midi, alors que les paiements qui peuvent rendre la banque débitrice continuent jusqu'à 5 heures du soir.

Si la vente d'actifs a pour cadre le marché monétaire, le volume de la masse monétaire reste identique, les disponibilités ayant simplement changé de mains ; mais si le marché monétaire ne fournit pas l'appoint nécessaire, la Banque centrale se trouve *dans l'obligation* d'assurer l'équilibre du système bancaire. Les inconvénients de ce système étaient tels en France qu'ils avaient obligé les autorités monétaires à instituer des contrôles directs sur la composition des actifs bancaires de façon à en immobiliser une partie.

Nous allons maintenant voir comment est réalisée la liquidité du système bancaire français.

## B | LA LIQUIDITÉ POTENTIELLE DES BANQUES FRANÇAISES

### I | LA PREMIÈRE RÉSERVE DE LIQUIDITÉ

A) *La liquidité de caisse* est très faible en France, ce qui est paradoxal étant donné le fort pourcentage de monnaie fiduciaire dans la masse monétaire. Sans doute le « flux et le reflux des billets » sont-ils fonction d'éléments aisément repérables et répondent-ils à des besoins périodiquement renouvelés qui peuvent faire l'objet de prévisions. En outre, le système bancaire très centralisé permet une redistribution rapide des liquidités au profit des organismes déficitaires en circuit interne. Théoriquement, elle varie de 5 à 10 %, mais les chiffres cités plus haut sont inférieurs à cette proportion.

B) *Les avoirs en compte à la Banque de France.* — Ces avoirs constituent les comptes des banques dans les écritures de la Banque de France. Leur particularisme mérite que l'on s'y arrête.

La monnaie centrale n'est pas comptabilisée dans la masse monétaire. En effet, quoiqu'elle soit le moyen de paiement utilisé entre banques, elle n'a pas le caractère universel de la monnaie (1) ; seuls les organismes bancaires peuvent utiliser ce circuit de paiement.

Par contre, ce circuit, quoique restreint, réalise à lui seul l'ensemble des opérations de règlement intervenant entre les organismes financiers. A travers lui se réalise en effet l'ensemble des paiements intervenant entre les banques, les organismes spécialisés et le Trésor.

Il nous faudra examiner la nature de ces comptes en monnaie centrale avant et après la réforme du 10 janvier 1967 instituant des réserves obligatoires.

*1 — Les comptes des banques à la Banque de France  
avant la réforme du 10 janvier 1967*

Avant l'institution des réserves obligatoires, les comptes des banques dans les écritures de la Banque de France étaient un rouage technique important de l'organisation des paiements nationaux, mais quoique l'on ait considéré qu'ils étaient représentatifs de notre marché monétaire, ils jouaient un rôle assez restreint dans la politique de liquidité des banques.

a) Techniquement, en effet, ces comptes jouaient un rôle essentiel dans l'interconnexion des différents circuits de paiements, qui fonctionnent plus ou moins indépendamment dans notre système financier. Quoique la masse monétaire soit considérée comme un tout homogène, elle est émise par trois catégories d'émetteurs : la Banque de France, le système bancaire et le Trésor public. Seule une proportion relativement restreinte, la monnaie émise par la Banque de France, a, sur le territoire, le caractère d'universalité. Lorsque les organismes bancaires, le Trésor ou ses correspondants ont à effectuer des règlements dans la monnaie des autres circuits, ils doivent passer par un organe de *clearing* qui assure la « transformation » des différentes monnaies entre elles. Les banques et les orga-

(1) P. BERGER, *Le marché monétaire et le marché des changes*. Les Cours du Droit.



nismes faisant partie du circuit du Trésor public ont à la Banque de France des comptes constitués de monnaie centrale qui servent de véhicules aux paiements intercircuits. Ils sont également un réservoir de monnaie légale, nécessaire pour faire face aux retraits périodiques de billets. Ils jouent donc un rôle très important, leur vitesse de circulation est très grande.

Comme aucun de ces comptes ne peut être négatif, ils doivent être alimentés par les banques à l'occasion de chaque compensation générale. Les organismes excédentaires peuvent céder leurs excédents aux organismes déficitaires et comme tous les organismes bancaires ont un compte à l'Institut d'Emission, le volume global de monnaie centrale ne devrait pas être modifié par la compensation journalière et les échanges interbanques devraient suffire à assurer l'équilibre du système.

Il n'en est rien pour deux raisons :

1<sup>o</sup> Le Trésor public ne participe pas à la gestion interne du circuit bancaire. Tous les paiements opérés en sa faveur entrent dans un nouveau circuit de paiement ;

2<sup>o</sup> Les banques doivent puiser dans leurs réserves de monnaie centrale pour satisfaire les usagers de monnaie légale, très demandée en France puisqu'elle constitue environ 30 % (1) des moyens de paiement.

Aussi, comme le volume de monnaie centrale dont disposent les banques est très faible, il est normal de s'attendre à ce que les soldes des comptes bancaires soient souvent négatifs. Comme ils constituent avec l'encaisse de liquidité la seule réserve liquide du système bancaire, le recours à l'Institut d'Emission devient l'unique planche de salut, et celle-ci est contrainte de fournir aux banques les liquidités excédentaires d'autant plus facilement que celles-ci disposent d'un certain nombre de droits de tirage qui dérivent soit de l'existence de plafonds d'escompte, soit d'accords de réescompte de l'Institut d'Emission (moyen terme).

*b) Importance limitée des avoirs en monnaie centrale dans le rééquilibrage des trésoreries bancaires.* — Nous venons de voir que les comptes des banques dans les écritures de la Banque

(1) 29,6 % (déc. 1968), S.E.E.F., juillet 1969 (Statistique).

centrale étaient constitués par des soldes des paiements quotidiens, susceptibles d'échanges, mais régulièrement alimentés par l'Institut d'Emission dans les limites des « droits de tirage des banques ».

Or, on a voulu faire de ces soldes, de ces avoirs en monnaie centrale, *le marché monétaire lui-même*, et tirer parti de leur faible volume pour conclure que le marché monétaire ne pouvait pas exister. Ceci nous semble tout à fait erroné, nous allons voir maintenant pourquoi.

Les banques sont avant tout des organismes à but lucratif ; elles organisent leur gestion en fonction de cet objectif pour réaliser un bénéfice maximum. Elles n'ont donc aucun intérêt à conserver des avoirs en monnaie centrale improductifs. Elles se contentent donc du volume le plus restreint possible de monnaie centrale, pour assurer sans heurts graves les paiements courants.

Il serait, dans cette même optique, vain pour elles d'assurer elles-mêmes leur liquidité et de considérer ces comptes comme des volants de trésorerie, puisque le coût des liquidités qu'elles obtiennent de la Banque de France est inférieur au taux des placements à court terme qu'elles peuvent faire sur le marché interne ou sur le marché monétaire international. M. J. Rueff critiquait la politique d'émission à jet continu et à taux fixe des Bons du Trésor qui assurait aux banques des possibilités de placement immédiates pour toutes leurs liquidités. Sensibles à cette critique, les pouvoirs publics ont modifié leurs règles d'émission, mais les banques n'en ont pas pour autant réduit leur endettement à la Banque de France, car le taux d'escompte reste pour elles un taux minimum. Elles ont donc tout intérêt à maintenir au plafond leur endettement. Ainsi, en 1965, la Banque de France fournissait aux banques 3,5 % des liquidités qui étaient immédiatement placées sur le marché des euro-dollars (1).

Ce qui limite la portée de ces volants de trésorerie, c'est donc moins l'illiquidité du système bancaire que l'existence de droits de tirage à taux fixes de niveau plus élevé.

Des confrontations internationales faites par la Banque de Règlements internationaux montre que le taux d'escompte

(1) Voir notre analyse dans la quatrième partie de cette étude.

français, même en période de plan de stabilisation que l'on a pourtant accusé de déprimer fortement l'économie se situe au-dessous des taux pratiqués par les autres grands pays (Rapports B.R.I., 1968-1969).

2 - *Les comptes des banques à la Banque centrale  
depuis l'institution des réserves obligatoires*

Le décret du 10 janvier 1967 marque de ce point de vue un tournant capital de l'histoire du crédit en France. Il institue un système de réserves obligatoires qui oblige les banques à conserver en dépôts à des comptes non productifs à la Banque de France un pourcentage spécifié des principales composantes de leurs engagements à échéance de trois ans au maximum (en France).

Ce système en vigueur depuis 1913 aux Etats-Unis est également adopté par la plupart des grands pays européens : Pays-Bas, Allemagne fédérale, Grande-Bretagne.

Initialement son nom était « politique de réserves minimales » afin de montrer que ces avoirs constituaient bien la réserve de liquidité des banques. La France, en l'adoptant, a renoncé à toute équivoque et indique par les termes de « réserves obligatoires » qu'il s'agit là d'un moyen de politique monétaire.

Néanmoins, l'importance nouvelle qu'il va donner aux avoirs des banques en monnaie centrale doit en principe leur permettre d'avoir une véritable politique de liquidité.

Après avoir décrit l'institution et les buts qu'elle se propose, nous verrons quel est le double impact de cette politique sur la liquidité bancaire.

a) *Description du système.* — Tous les organismes spécialisés doivent désormais se constituer des avoirs en monnaie légale, mais quoique l'un des critères retenus en faveur de ce système soit l'égalité des banques, il reste que, *suivant l'origine des ressources des banques, le système des réserves aura un poids différent.*

En effet, les taux retenus sont différents *selon deux catégories d'engagements des banques.*

Pour une première catégorie d'engagements, les *dépôts à vue* (comptes de chèques, comptes courants, créditeurs divers), le taux de réserves retenu était de 4,5 %. Il pourra être élevé jusqu'à 10 % par la Banque de France, sans autorisation préalable du Conseil National du Crédit, pour rendre efficace cette forme d'intervention qui requiert une grande rapidité.

Pour une deuxième catégorie d'engagement qui comprend tous les *comptes à terme* jusqu'à échéance de trois ans, et les comptes des correspondants et des clients étrangers, le taux était abaissé à 2 % (1).

Cette différenciation est justifiée par le moins grand risque que font courir à la liquidité bancaire les dépôts à terme, mais surtout est destinée à encourager les banques à rechercher avec plus de vigueur la formation de cette nouvelle forme d'épargne.

Nous n'analysons ici que l'effet immédiat de cette organisation sur la liquidité des banques réservant, comme nous l'avons dit, à une autre partie l'étude de l'instrument de politique monétaire.

b) *Effets de l'institution des réserves obligatoires sur la liquidité des banques.* — Cet effet est double :

- la constitution de réserves limite préventivement les déséquilibres possibles du système bancaire ;
- la constitution de réserves permet aux banques de pratiquer une véritable politique propre de liquidités.

Le système des réserves introduit une simultanéité entre la distribution de crédit et la recherche de liquidité. Il place les banques en face de leur problème de liquidité à l'occasion de chaque opération qui accroît leurs dépôts.

Pour faciliter la compréhension de ce phénomène, il suffit de comparer les bilans des banques soumises ou non au système des réserves.

(1) Cette différenciation entre les deux taux est en elle-même un instrument de la politique monétaire, ainsi au début de 1970 le taux de réserve sur dépôt ordinaire est passé à 5 % tandis que le taux de réserve sur dépôts à terme était abaissé à 0,5 %.

I. — *Bilan de deux banques  
dont l'une est soumise au système des réserves*

| A<br>(sans réserve)        |                | B<br>(avec réserve)                |                |
|----------------------------|----------------|------------------------------------|----------------|
| Actif                      | Passif         | Actif                              | Passif         |
| Effets es-<br>comptés. 100 | Dépôts.... 100 | Réserve .. 4,5<br>Effets .... 95,5 | Dépôts.... 100 |

(Nous faisons abstraction des sorties de monnaie légale.)

On constate que, toutes choses égales d'ailleurs, la banque soumise aux réserves a moins de possibilités de placements qu'une autre banque. Elle connaît ses limites *a priori*. Elle ne peut plus distribuer un volume indéterminé de monnaie de banque qui, peu à peu, par le jeu des fuites hors circuit bancaire, la place en face d'un problème de liquidité non prévu à l'avance. Ceci ne signifie pas que le principe de la demande de monnaie n'est plus vrai, mais simplement que l'offre de monnaie par les banques est mieux maîtrisée.

II. — *Cas d'accroissement des dépôts*

| A<br>(sans réserve)       |                           | B<br>(avec réserve)              |                           |
|---------------------------|---------------------------|----------------------------------|---------------------------|
| Actif                     | Passif                    | Actif                            | Passif                    |
| Effets..... 120           | Dépôts.... 120            | Réserves 5,4<br>Effets ... 114,6 | Dépôts.... 120            |
| (Accroissement :<br>+ 20) | (Accroissement :<br>+ 20) | (Accroissement :<br>19,1)        | (Accroissement :<br>+ 20) |

Là encore nous constatons que si une source extérieure au système bancaire, entrée de devises ou émissions de monnaie légale, accroît les dépôts des banques, l'accroissement du portefeuille de celles qui sont soumises aux réserves est lui-même inférieur à l'accroissement du portefeuille de celles qui ne le sont pas.

Enfin, supposons qu'une fuite de capitaux à l'extérieur entraîne une restriction des disponibilités bancaires. Cette hypothèse jusqu'à présent théorique puisque l'Institut d'Émission fournissait toujours, à l'intérieur, l'appoint nécessaire aux banques et que les mouvements internationaux étaient contenus dans des limites strictes, redevient plausible si l'on juge l'importance des avoirs étrangers en France.



| A<br>(sans réserve)    |                        | B<br>(avec réserve)      |                        |
|------------------------|------------------------|--------------------------|------------------------|
| Actif                  | Passif                 | Actif                    | Passif                 |
| Effets..... 90         | Dépôts..... 90         | Réserve . 4,05           | Dépôts..... 90         |
|                        |                        | Effets ... 85,95         |                        |
| (Diminution :<br>— 10) | (Diminution :<br>— 10) | (Diminution :<br>— 9,55) | (Diminution :<br>— 10) |

Dans ce dernier cas, pour un taux inchangé de réserve minimale, on constate qu'en valeur absolue la recherche de liquidité oblige les banques à sacrifier moins d'effets pour compenser la contraction des liquidités.

Mais le second avantage que présente à échéance plus ou moins rapprochée, selon l'usage qui en sera fait, l'utilisation des réserves obligatoires, c'est une véritable *politique de leurs réserves* qui amènera peu à peu les banques à renoncer à accroître leur endettement à l'égard de l'Institut d'Emission.

En effet, le système de réserves adopté par la France ne correspond pas au désir de stériliser une partie des ressources bancaires, dans son utilisation normale tout au moins. Son but est au contraire de permettre aux banques de *régulariser leur trésorerie* au cours d'une certaine période.

Le volume de réserve ne sera pas figé et les banques pourront normalement utiliser leurs avoirs en compte à la Banque de France, à condition de respecter, tout au long de la période prise comme unité, le mois, un taux moyen de réserves (égal à la moyenne arithmétique simple de toute la période).

Ceci est fondé sur l'observation de la structure de la liquidité des banques françaises et de ses variations au cours du mois. En effet, toutes les banques connaissent vers le 20 du mois, au moment où les billets sont en grande partie rentrés, des périodes de liquidités et voient en même temps à la fin du mois, au moment des paiements des salaires, leurs problèmes de trésorerie s'aggraver. Le système des réserves moyennes permettra de régulariser le marché monétaire en donnant aux banques le moyen d'utiliser pendant les périodes de tensions des pourcentages croissants de leurs avoirs, et de se constituer pendant leurs périodes de liquidité des réserves supplémentaires. Mieux encore, cette mesure est de nature à régulariser le taux du marché monétaire.

En période de liquidité, nous avons vu que toutes les banques disposaient en même temps d'excédents. Par conséquent, ces disponibilités n'étaient pas demandées puisque, sous forme de monnaie centrale, elles ne servaient à rien. Elles étaient donc transformées pour être placées en titres publics ou en placements étrangers. Au contraire, avec le système des réserves, les banques auront toujours intérêt à se procurer des disponibilités sur le marché monétaire et plus le taux sera bas, plus elles désireront emprunter des liquidités qui, à d'autres moments, leur reviendraient beaucoup plus cher. Ce qui montre bien que le marché monétaire est constitué non pas seulement par un nombre important de ressources, mais par une grande faculté de placer ces ressources. Aussi toutes les disponibilités qui disparaissent du circuit bancaire pour se placer sur d'autres marchés des prêts à court terme, y trouveront maintenant un emploi normal.

Ces demandes de liquidités, en se situant aux périodes où les liquidités sont abondantes, empêchent le taux de baisser et évitent également qu'il atteigne en fin de mois des niveaux trop élevés.

Une dernière disposition accroît encore ces possibilités d'ajustement. La fin de la période de référence se situe à un moment où les banques disposent de plus de liquidité, ce qui leur laisse un certain répit entre le moment où leur trésorerie est perturbée et le moment où les plafonds sont vérifiés. Au lieu de disposer de vingt-quatre heures pour ajuster leurs trésoreries en fin de mois, elles disposent de toute la durée existant entre l'échéance la plus lourde et le moment où les taux sont contrôlés pour trouver des liquidités.

Cela ne signifie pas que les banques n'auront plus à recourir à l'Institut d'Emission, mais que leurs demandes seront en principe moins importantes.

L'apport final de celui-ci sera finalement nécessaire, mais :

1<sup>o</sup> Toute liquidité excédentaire apparue en cours de période diminuera proportionnellement les encours que rendront nécessaires les ajustements finals.

2<sup>o</sup> L'achat de liquidités en période d'aisance de trésorerie s'opérera à coût moindre que l'achat en période de tension.

Mais une dernière étape doit être franchie pour amener les banques à préférer le recours au marché libre : il faut d'abord

que le taux du marché monétaire puisse s'abaisser au-dessous du taux d'escompte, c'est-à-dire que les banques prennent l'habitude de *laisser leurs disponibilités* sur le marché monétaire, autrement dit qu'elles sachent utiliser l'instrument qui est mis à leur disposition par la politique de réserves ; il faut ensuite que l'Institut d'Emission procure lui-même des liquidités aux banques en se conformant *aux lois du marché* et n'assure plus systématiquement à taux fixe un volume sans cesse croissant de liquidités. Notons que depuis quelques années l'Institut d'Emission n'a pas relevé ses plafonds d'escompte et que s'il continue cette politique ceux-ci seront progressivement dévalués par rapport au volume global des liquidités.

## II | LA DEUXIÈME RÉSERVE DE LIQUIDITÉ | DES BANQUES FRANÇAISES

Depuis toujours le système bancaire français fonctionnait selon le coefficient de liquidité, et quoique l'institution des réserves obligatoires l'ait désormais soumis également au régime de la couverture fractionnaire, la structure du crédit en France et, comme nous avons eu déjà l'occasion de le dire, l'adoption du *banking principal* par notre Institut d'Emission laisse toute sa valeur au principe des liquidités potentielles.

On admet en effet qu'à côté des liquidités de caisse existe une seconde réserve de liquidités constituée d'actifs aisément négociables, soit sur le marché monétaire, soit auprès de l'Institut d'Emission. Le caractère de cette seconde réserve est la grande facilité avec laquelle on peut l'échanger sur un marché sans perte de capital.

Mais en France, depuis la guerre, ces liquidités potentielles avaient subi une telle extension favorisée par les pouvoirs publics qu'elles avaient permis aux banques de monétiser indéfiniment par le réescompte leurs crédits à l'économie. Ces exagérations et les menaces inflationnistes qu'elles entraînèrent pour l'économie amenèrent les autorités monétaires à les restreindre de façon à normaliser un recours qui ne devait être utilisé que dans un but de liquidité et non dans le but de financer le crédit à court terme.

Nous verrons successivement quels sont les divers instruments de la liquidité potentielle.

Nous avons vu que traditionnellement la préférence était donnée en France aux effets à court terme comme instruments de liquidité potentielle. Sans doute, à l'origine, les conditions imposées pour le réescompte des effets auprès de la Banque de France influencèrent-elles ce choix, mais plus encore, la législation d'après guerre qui limita à deux ans l'échéance des dépôts que pouvaient recevoir les banques de dépôts et le terme de leurs opérations, fut à l'origine de cette préférence. Les effets que l'on trouve dans les portefeuilles des banques et qui constituent les instruments de liquidité potentielle sont donc les effets privés et publics à court terme et les effets à moyen terme que les banques acceptent de renouveler tous les mois pour respecter la fiction de la spécialisation.

### *1 - Les effets privés*

Ce sont des effets de commerce ordinaire revêtus de trois signatures, payables dans un délai inférieur à trois mois dans une ville où existe un guichet de la Banque de France (1). Avant la guerre, ces réescomptes ne représentaient qu'un faible volume de transactions, pour des motifs assez différents d'ailleurs. Ainsi, avant 1914 et après 1926, les banques avaient de faibles besoins de trésorerie en raison de l'importance des dépôts français et étrangers qu'elles géraient. Après 1914, puis à nouveau à partir de 1930, le volume du réescompte resta faible en raison du faible volume des affaires dû à la stagnation et à la dépression. Si bien que lorsqu'en 1935 la Banque de France voulut aider les banques à résoudre les problèmes de liquidités qui leur étaient venus de la fuite de capitaux, elle fut obligée de leur en accorder par le canal des effets publics.

Après 1948, la situation est profondément changée. La nécessité du crédit va primer toute autre considération et quoique les prêteurs soient sans cesse défavorisés par l'inflation,

(1) C'est depuis le décret du 26 décembre 1967 de simples billets à ordre remis par les emprunteurs à leurs banques et garantis par des factures protestables. Ceci comporte une modification des statuts de la Banque de France et l'admission à l'escompte d'effets portant deux signatures seulement.

les banques sont encouragées à faire travailler au maximum les liquidités dont elles disposent et qui sont successivement alimentées par l'aide étrangère (1), le déficit des dépenses publiques et l'émission de monnaie légale. Néanmoins, le crédit va obéir peu à peu à des règles sélectives et être d'autant plus généreusement distribué que les banques orientent leurs prêts vers les secteurs que l'on désire favoriser. Economiquement ou socialement, ces mesures se conçoivent, mais sur le plan de la gestion des actifs bancaires, elles conduisent à préférer les placements les plus liquides aux placements les plus rentables. A brève échéance, les banques furent ainsi amenées à préférer la facilité des recours à l'Institut d'Emission, plutôt que l'autonomie et la rigueur monétaire.

En quoi consista cette sélectivité qui prit par la suite le nom d'encadrement du crédit qui a le mérite de la franchise ?

Les plafonds d'escompte furent institués qui limitèrent globalement les encours bancaires par les moyens traditionnels, tandis que l'on permettait aux banques d'accéder à l'escompte hors plafond pour les effets à moyen terme et les créances à l'exportation.

L'institution des plafonds d'escompte est conforme aux principes jadis adoptés des plafonds d'émission qui imposaient une limite globale au volume de monnaie que l'Institut d'Emission acceptait d'émettre au-delà de son encaisse monétaire. Mais ici les exceptions au principe de la limitation globale devaient se montrer beaucoup plus importantes que n'avaient été jadis certains relèvements des plafonds d'émission. Quoi qu'il en soit, les plafonds d'escompte institués en 1948 furent relevés progressivement pour suivre à la fois l'accroissement du crédit et la hausse des prix. Mais l'institution de ces plafonds eut en outre une signification que les pouvoirs publics n'avaient pas pensé à leur donner. Les banques désormais fixées sur le volume officiel d'escompte auquel elles avaient droit considérèrent désormais ces plafonds comme des droits de tirage qui représentaient pour elles une véritable *propriété immatérielle*. Si bien que, par exemple, sollicitée par les courtiers qui désirent savoir si elle vendra des liquidités dans sa journée, une banque consulte aussi bien son encaisse ou ses

(1) Plan Marshall.



soldes en monnaie centrale que ses plafonds d'escompte. Ceux-ci prennent donc rang à côté des liquidités proprement dites, échangeables sur le marché monétaire. Evidemment, les banques seront toujours au maximum de leurs plafonds puisque cette ressource reste la moins chère, moins chère que le taux du marché monétaire, moins chère que le taux d'adjudication des Bons du Trésor, que le taux du marché des euro-dollars, etc.

*Aussi, et le plus objectivement possible, il est impossible de considérer le niveau de l'endettement des banques comme représentatif d'une illiquidité fondamentale du système bancaire.* On a d'ailleurs pu constater au cours des dernières années que la diminution des plafonds d'escompte, puis leur maintien au même niveau avaient pu être assumés par les trésoreries bancaires.

## 2 — Les Bons du Trésor

Les Bons du Trésor ont constitué un emploi favori des banques depuis que la guerre de 1914, en ruinant les finances de l'Etat, obligea ce dernier à financer à court terme ses dépenses. Sécurité, rentabilité, diversité des échéances sont autant de qualités que présentent ces titres. Ajoutons à cela que pendant les guerres et les périodes de stagnation, ils constituent le seul moyen dont disposent les banques pour placer leurs avoirs. Enfin, à partir de 1935, ils devinrent également des moyens de trésorerie, en trois étapes :

— Le 21 février 1935 furent autorisés les prêts à trente jours par l'Institut d'Emission, sur les effets publics, à échéance déterminée inférieure à deux ans.

Comme nous l'avons déjà dit, cette mesure était destinée à permettre à la Banque de France de venir en aide aux banques affectées par la crise et la fuite des capitaux. On notera que les effets peuvent servir de gage, même s'ils ont une échéance relativement lointaine ; quant à la durée de l'opération qui est d'un mois, elle fait bien de celle-ci un moyen de trésorerie, et ne prive pas finalement la banque du taux plus important qu'elle touche pour ses effets à échéance éloignée.

— Le 24 juillet 1936, une nouvelle étape est franchie qui fait obligation à la Banque de France d'escompter sans limite tous les Bons du Trésor à moins de trois mois d'échéance. On

ne sait trop si cette mesure fut prise en faveur des banques ou de la dette flottante, mais cette décision rencontra la réprobation générale. Pourtant, elle resta jusqu'en 1957, date où elle fut abrogée, un des premiers moyens de trésorerie des banques.

— Enfin, en 1938 fut instituée en France la pratique de l'*open market* qui permit à l'Institut d'Emission d'intervenir directement sur la liquidité du système bancaire en achetant et en vendant des titres publics.

L'avantage de cette formule est d'être un moyen préventif pour l'Institut d'Emission. Comme chacun sait, ces interventions furent toujours à sens unique avant 1966. Elles permirent à l'Institut d'Emission d'améliorer aux moments les plus difficiles la liquidité des banques sans avoir à pratiquer les taux de pénalisation qui se seraient imposés.

L'escompte illimité présentait un danger, celui de la monétisation de la dette publique. Après 1945, les bons furent bloqués dans des planchers de Bons du Trésor, puis dans le coefficient de trésorerie qui obligeait les banques à en détenir un certain pourcentage. Ces planchers qui furent à certains moments de 25 % de la dette à court terme des banques furent progressivement abaissés pour des raisons que nous verrons plus loin à 5 % ; enfin, ils furent supprimés.

### *3 - Les effets escomptables hors plafonds :*

*incidence du crédit à moyen terme sur les trésoreries des banques*

Peut-être est-il bon de donner une liste des effets qui pouvaient ainsi sans limite, et à des taux parfois inférieurs aux taux d'escompte, être escomptés auprès de l'Institut d'Emission :

- crédit représentant des créances nées à l'exportation et recouvrées dans les deux ans ;
- crédit à l'exportation entre deux et cinq ans ;
- effets avalisés par l'O.N.I.C. ;
- effets à moyen terme et avalisés par la Caisse Nationale des Marchés de l'Etat (1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> annuités) ;
- crédit aux entreprises ;
- effets à moyen terme C.N.M.E. (3<sup>e</sup> annuité) ;

- effets à moyen terme équipement et construction (1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> annuités) ;
- effets à moyen terme équipement et construction (3<sup>e</sup> annuité).

Cette liste est présentée par ordre de taux croissant. Les deux premières catégories d'effets se négociaient à des taux inférieurs aux taux d'escompte.

Ainsi, des effets à 1, 2, 3 et 5 ans, c'est-à-dire qui ne donneraient lieu à des remboursements que dans un lointain avenir, pouvaient être sans limite escomptés auprès de l'Institut d'Emission, c'est-à-dire constituer des moyens de trésorerie.

Il est assez intéressant, pour donner une idée de l'ampleur que prirent ces opérations, de consulter quelques chiffres (1). Si les banques financent depuis quelques années à peu près en proportion de 6 pour 1 du crédit à court terme qu'elles distribuent, jusqu'en 1960 (date d'institution du coefficient de trésorerie), leur participation au financement du crédit à moyen terme était infime (0,75 milliard en 1958 contre 15,03 pour la Banque de France). Elles ont, par contre, en portefeuille, en 1965, 15,12 milliards d'effets à moyen terme, soit un chiffre supérieur de presque 4 milliards à celui de la Banque de France. Ce miracle a été obtenu de l'institution du coefficient de trésorerie qui, depuis 1960, obligea les banques à conserver dans leur portefeuille un pourcentage élevé de ces effets.

Nous reparlerons plus loin du coefficient de trésorerie, mais interrogeons-nous pour l'instant sur la justification du crédit à moyen terme réescompté hors plafond.

Il n'est pas suffisant de dire que le crédit à moyen terme est socialement et économiquement souhaitable, pour justifier les sollicitations qui furent faites aux banques, puis l'obligation qui leur fut impartie de financer une grande partie du commerce à l'exportation, des dépenses d'équipement et de la construction. Un phénomène très général depuis la guerre est la forte « préférence des Français pour la liquidité » qui se matérialise par l'accroissement des comptes à vue dans les banques et les caisses d'épargne au détriment des actifs placés. Il parut opportun de détourner une partie de ces disponibilités de leur vocation immédiate, le financement des transactions commerciales

(1) Annexe au XX<sup>e</sup> Rapport du Conseil National du Crédit, p. 182.

à leur dernier degré de transformation et d'échange, sous forme de crédit à court terme, vers la prise en charge d'opérations de crédit à terme plus éloigné. L'Etat avait donné l'exemple et la Caisse des Dépôts finançait depuis longtemps déjà des investissements à long terme à l'aide de fonds à vue. La faculté de mobilisation fut considérée comme une garantie dont, au départ, on a très nettement sous-estimé l'importance. Sans doute supposait-on que la rentabilité propre au crédit à moyen terme empêcherait que ces effets vinssent trop rapidement au réescompte de la Banque de France. C'était supposer que les banques pourraient être dirigées dans les années à venir par le seul souci de leur rentabilité ; pendant toute la période qui va du lendemain de la guerre à l'année 1958, l'inflation et la forte demande de crédit obligèrent les banques à sacrifier d'abord à leur liquidité. De plus, ces moyens de trésorerie présentaient l'avantage d'être transformés en liquidités à taux fixe et à un niveau légèrement supérieur au taux d'escompte. Tout ce que l'on peut dire des taux d'escompte bas peut être appliqué à ce taux du moyen terme.

Peut-être les autorités monétaires s'étaient-elles en outre illusionnées sur l'aptitude des banquiers à s'adapter à cette forme de crédit qui leur était si peu familière. Si l'on trouve en Allemagne fédérale des exemples réussis de transformation, c'est que l'esprit de l'organisation bancaire n'a jamais été influencé par le principe de la spécialisation. Au contraire, notre système bancaire considérait avec une certaine méfiance cette immobilisation de ses actifs si peu conforme aux usages de sa gestion traditionnelle.

Ce n'est pas porter une critique globale sur le système que de dire que les autorités monétaires et les banques eurent rapidement, sur l'utilisation dont il pouvait être fait du crédit à moyen terme, des points de vue très différents.

Les banques transformèrent leurs effets à moyen terme en instruments de trésorerie au lieu de se familiariser peu à peu, comme on l'avait tout d'abord espéré, avec des techniques de gestion à plus long terme de leurs avoirs.

On aura beaucoup à dire sur le coefficient de trésorerie comme instrument de politique monétaire ; or comme beaucoup de mesures transitoires qui furent prises entre 1958 et l'époque actuelle, et qui préludaient à la réforme du crédit

que nous connaissons actuellement, il eut un effet bénéfique indéniable. En obligeant les banques à nourrir elles-mêmes un pourcentage déterminé d'actifs à moyen terme, on les habitua à avoir une politique propre de cette forme de crédit. On peut également affirmer que, sans ce coefficient de trésorerie qui obligea les banques à financer sous forme de pourcentage croissant de leurs avoirs des crédits à moyen terme, jamais elles n'auraient eu spontanément l'idée d'accroître, dans de telles proportions, leurs créances sur ce secteur.

A partir de 1960, avec l'institution du coefficient de trésorerie, un compartiment spécial du marché monétaire fut consacré aux échanges d'effets à moyen terme, et l'on vit les grands établissements de crédit aussi bien que les petites banques échanger leurs liquidités à taux fixe auprès des banques d'affaires, contre des effets dont celles-ci disposaient avec plus d'abondance. Aussi pendant toute cette période, un des taux du marché monétaire fut fixé officiellement et comme ce taux resta inférieur au taux du marché monétaire, les banques d'affaires traditionnellement emprunteuses purent se procurer des liquidités à meilleur prix.

La réforme du crédit à moyen terme mise en œuvre en 1966 n'aurait pas eu d'effets sans la mise à l'épreuve préalable du coefficient de trésorerie. Le terme du crédit que les banques distribueront désormais sous cette appellation est désormais fixé à sept ans, mais seule la fraction d'effets ayant moins de deux années à courir sera réescomptable. Aussi a-t-on calculé que, dans quelques années, la fraction du moyen terme réescomptable ne sera plus que de 10 %. Mais en même temps, la faculté nouvelle qui est désormais offerte aux banques de se procurer des disponibilités à terme justifie le blocage dans leurs actifs de ces effets.

Enfin, l'institution d'un marché hypothécaire permettra sans doute aux banques de ne se dessaisir que temporairement des effets représentatifs du crédit à la construction et d'éviter d'avoir en cas de besoin de liquidités à s'en séparer définitivement.



## *La régulation monétaire par l'Institut d'Emission*

L'Institut d'Emission joue un double rôle dans la politique monétaire : un rôle réglementaire qui prévoit un certain cadre préalable à l'activité bancaire, et un rôle opérationnel qui cherche à agir directement sur l'équilibre interne des banques en modifiant directement ou indirectement les limites de leur pouvoir monétaire.

Quoique cette distinction soit à première vue satisfaisante, il semble *a priori* que certaines dispositions soient à l'origine des mesures réglementaires, ratios, réserves, mais que leur maniement procède à l'intervention directe. Néanmoins, lorsque les dirigeants de la Banque de France parlent de leur rôle opérationnel, c'est pour désigner essentiellement cette nouvelle fonction qu'ils assument depuis peu : la régularisation du marché monétaire par l'*open market*.

On peut en effet constater que les instruments de la politique monétaire se sont très récemment modifiés et que, loin de négliger le phénomène de la renaissance du marché monétaire, la Banque de France le prend comme fondement de sa nouvelle politique.

Il apparaît que la ligne de conduite de cette dernière obéit depuis la guerre à un ensemble cohérent de principes dont elle maintient la permanence, alors même que les instruments de la politique monétaire se modifient. Néanmoins, les moyens utilisés par elle pour faire observer ces principes évoluent et dans cette évolution peut se lire le destin de l'institution que nous avons entrepris d'étudier, le marché monétaire.

1 — *Permanence des principes  
concernant le volume de la masse monétaire*

Sans que l'adhésion à la théorie de la demande de monnaie ait été implicite, il ressort du comportement des dirigeants de la Banque de France que l'Institut d'Emission a toujours admis que les nationaux d'un pays déterminent le volume de monnaie en circulation, et a toujours fourni au pays les liquidités dont il avait besoin. En deuxième lieu, on peut tenir également comme certain que jamais il n'a admis que le volume de la masse monétaire doive évoluer parallèlement au produit national.

Ce second point est facile à démontrer (1). Prenons comme exemple la période de 1961 à 1965, particulièrement caractéristique puisqu'elle correspond à une période de *restriction de crédit*. Néanmoins, alors que le Produit National progressait au rythme moyen de 9,3 % par an, les liquidités progressaient au rythme de 13 % (moyenne des cinq années). Ainsi, même en période de forte contrainte exercée sur le crédit bancaire, la Banque de France a elle-même fourni des billets à un rythme supérieur à la croissance de l'économie. Ce parti pris résulte d'une observation particulièrement réaliste des praticiens de la banque qui en ont déduit, sinon une théorie, du moins *un principe de la demande de monnaie qui trouve sa place à ce point de notre étude*.

Chaque pays a besoin d'une certaine masse monétaire. Celle-ci correspond aux nécessités de l'économie, définies à travers les encaisses désirées. La présentation classique des contreparties de la masse monétaire nous montre que celles-ci se décomposent essentiellement en deux groupes : les crédits obtenus par l'économie du système bancaire dans son ensemble et l'apport du marché des changes.

En décomposant ces postes, on trouve quatre sources possibles :

- Les crédits à l'Etat : définis par le déficit du budget.
- Les crédits à l'économie : représentés par l'endettement des entreprises et des particuliers.

(1) XX<sup>e</sup> Rapport du Conseil National du Crédit.

— Les ventes d'or, provenant de l'étranger si les transactions sur l'or sont libres ou de la déthésaurisation des particuliers.

— Les opérations sur devises, dans la mesure où une certaine liberté d'action est laissée aux particuliers et aux banques.

Ces sources jouent alternativement, mais non indifféremment. Grâce à leur diversité, on peut concevoir que la nation obtient ce dont elle a besoin selon « la loi de la moindre résistance ». Divers cas peuvent en effet se présenter :

En période de reconstruction ou de faiblesse des pouvoirs étatiques, la première source est essentielle. C'est l'Etat qui alimente par son déficit la masse monétaire. Les nationaux profitent de subventions, d'investissements publics et de faibles impôts.

Si l'Etat se défend de financer systématiquement ses dépenses par le recours au déficit, les nationaux cherchent à obtenir ce dont ils ont besoin des banques elles-mêmes. On voit dès lors se gonfler les portefeuilles d'effets des banques et de la Banque de France, tant que l'Institut d'Emission supporte de mobiliser largement les créances bancaires. Mais l'Institut d'Emission qui a joué en France pendant longtemps le rôle de pourvoyeur de liquidités préfère lui substituer de plus en plus celui de banque centrale. Il fixe donc des limites à sa libéralité et éventuellement soumet les banques à des restrictions dérivant de la politique du crédit.

Dans cette dernière hypothèse, les nationaux ont comme ressource ultime de faire appel à l'étranger ; le moyen le plus commode est actuellement de solliciter des crédits en euro-dollars, puis de les convertir auprès du Fonds de Stabilisation.

Enfin, dans le cas d'un excédent prolongé de la balance des paiements (confiance dans la monnaie telle qu'elle implique une absence totale de spéculation de la part des nationaux), c'est la vente d'or qui reste le moyen ultime de se procurer de la monnaie.

Ainsi les nationaux peuvent se procurer en tout état de cause la monnaie dont ils ont besoin, mais cette faculté aboutit souvent à des déséquilibres : déséquilibre des finances de l'Etat, endettement des banques ou endettement extérieur.

Toute politique monétaire doit avoir pour objectif de *fournir à l'économie la masse monétaire dont elle a besoin tout en sauvegardant l'équilibre monétaire.*

Cette vue relativement philosophique à tous les sens du mot, de nos autorités monétaires, est étayée par l'observation des phénomènes monétaires dans les autres nations. Si l'observation de la croissance constante de la liquidité bancaire leur apparaît comme relativement inquiétante, le fait de voir ce phénomène inclus dans *un vaste contexte international* en diminue la portée. Quelques auteurs pensent même que l'on arrive à une *certaine unification des taux de liquidité* puisque les taux des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne s'abaissent tandis que les taux européens s'élèvent (1).

Enfin, d'aucuns pensent que les taux de liquidité n'ont pas encore rejoint le niveau d'avant guerre et qu'arrivés à *un seuil* qui correspondrait à la pleine satisfaction des besoins d'encaisses, ils cesseraient de croître. C'est par d'autres arguments arriver aux mêmes résultats que ceux de notre analyse précédente.

Cette vue réaliste des phénomènes monétaires correspondant bien jusqu'à 1960 aux besoins de notre économie, la Banque de France a donc procuré au système bancaire d'abondantes liquidités à des taux très faibles eu égard aux taux mondiaux.

Cette pratique avait ses faiblesses. Non seulement elle empêchait l'apparition d'un marché monétaire, inutile en présence de cette source de liquidité, mais elle empêchait toute politique monétaire efficace de la part des autorités monétaires, et ce contrairement aux apparences.

De vives critiques faites en particulier aux plafonds d'es-compte furent à l'origine d'une lente réforme des instruments de la politique monétaire dont l'institution des réserves obligatoires et l'élargissement de l'*open market* constituent l'achèvement logique.

(1) XX<sup>e</sup> et XXI<sup>e</sup> Rapport du Conseil National de Crédit.

2 - *Evolution des méthodes  
de la politique monétaire*

On distingue selon les pays et selon les circonstances deux types de politiques monétaires possibles :

- l'action indirecte par le coût du crédit ;
- l'action directe sur la liquidité.

La première, d'inspiration classique, repose sur la croyance en des mécanismes stabilisateurs. L'Institut d'Emission devrait accompagner la tendance autonome du système bancaire à la hausse ou à la baisse des taux de façon à permettre le jeu des mécanismes rééquilibrants.

La seconde tendance, d'inspiration keynésienne, tend au contraire à corriger l'influence des variations spontanées des taux déséquilibrés par la tendance profonde des unités économiques à la préférence pour la liquidité (1).

Elle justifie des interventions grandissantes sur l'action du système bancaire et oblige à une direction « intelligente » du crédit.

Entre autres moyens, cette politique envisage l'intervention directe sur la liquidité bancaire.

Or, dans un pays comme la France, où l'Institut d'Emission doit fournir au système bancaire une part déterminée de toute ressource monétaire nouvelle, il semble que cette action soit facilitée. L'Institut d'Emission se borne à limiter son propre apport, et limite ainsi la création monétaire.

On peut aller encore plus loin et se demander si l'efficacité de cette politique ne réside pas dans l'inexistence d'autres sources de liquidités pour les banques, de sorte que, structurellement liées à l'Institut d'Emission, elles soient obligées de recevoir de lui et d'observer avec rigueur toutes les prescriptions de la politique monétaire. Dans ce cas, l'existence d'un marché monétaire indépendant apparaîtrait inopportune.

Mais il faudrait alors admettre que l'Institut d'Emission soit de son côté maître de son apport, condition qui est loin d'être réalisée (2). Le problème devient dès lors tout à fait diffé-

(1) D'après J. DENIZET, *Monnaie et financement*, Dunod, 1967.

(2) S. GUILLAUMONT, *Actifs financiers et croissance* (Thèse), 1964.



rent. S'il est prouvé en effet que l'émission de monnaie est un phénomène périphérique en ce qu'il est influencé avant tout par le besoin des usagers, non seulement l'Institut d'Emission ne pourrait pas maîtriser l'expansion monétaire, mais il serait lui-même lié au destin du système bancaire et obligé de nourrir les tendances qu'il devrait combattre. Loin d'ajouter à son pouvoir de coercition, le fait que l'Institut d'Emission soit le pourvoyeur principal de liquidité peut l'empêcher de jouer son véritable rôle qui est d'assurer la régulation monétaire.

Dans l'histoire de la politique monétaire française des années d'après guerre, on peut distinguer plusieurs phases :

1) De 1945 à 1956, la nécessité de l'expansion a justifié un rôle croissant de l'Institut d'Emission sur la liquidité bancaire. L'Institut d'Emission a joué essentiellement le rôle de banque des banques et équilibré par tous les moyens les trésoreries bancaires. Pour jouer son rôle de gardienne de la monnaie, elle pratiquait essentiellement la politique traditionnelle de hausse des taux d'escompte, puis progressivement, elle se mit à intervenir réglementairement en imposant aux banques certaines contraintes directes.

2) De 1957 à 1964 : les nécessités de la stabilisation furent mises au premier plan et la Banque de France agit directement sur la liquidité bancaire. Mais la technique employée fut très subtile. Estimant *qu'un seul taux joue un rôle directeur dans l'économie, le taux d'escompte* (puisque les taux des crédits consentis par les banques à leurs emprunteurs étaient en principe calculés à partir de ce taux), et qu'il ne convenait pas de casser l'expansion en l'élevant, la Banque de France a essayé de le *dissocier* du taux des liquidités proprement dites, c'est-à-dire du taux de mobilisation des créances bancaires. Ainsi, les banques pouvaient se procurer comme auparavant le volume de liquidités qu'elles désiraient, mais à des taux croissants.

La première politique avait entraîné un accroissement considérable de l'endettement des banques, la deuxième politique eut, il faut bien le dire, l'avantage de stabiliser cette dette.

3 – *L'évolution de la politique monétaire  
depuis 1964*

On peut diversement interpréter le rôle de l'Institut d'Emission depuis 1964. Pour M. Denizet, la politique moderne doit être une projection à court et moyen terme de prévisions portant à la fois sur le comportement des banques mais également des emprunteurs primaires.

On peut se demander si ce terme de projection n'implique pas que la politique monétaire française puisse, comme dans d'autres pays, s'orienter vers un néo-libéralisme (1), c'est-à-dire qu'elle se borne à fixer un certain nombre de réglementations générales telles que celles des réserves obligatoires et de laisser à l'intérieur de ces normes une certaine souplesse au fonctionnement du système. La politique d'*open market*, par exemple, part des conditions d'équilibre spontanées du marché et s'attache à en corriger les effets les plus déséquilibrants.

C'est dans cette optique évolutive que nous allons maintenant aborder l'analyse des instruments de la politique monétaire et de leur évolution.

A | LES INTERVENTIONS DIRECTES  
DE LA BANQUE DE FRANCE  
SUR LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

Nous distinguerons les instruments de la politique monétaire et pour chacun les modalités selon lesquelles elle s'applique.

I | LES PLAFONDS D'ESCOMPTE

Les plafonds d'escompte furent institués en 1948 pour limiter globalement le recours des banques à l'Institut d'Emission.

(1) P. TABATONI, *Le néo-classicisme monétaire aux Etats-Unis depuis 1950*, R.E., n° 4, 1957.

Rappelons en effet que l'endettement des banques ne date que de l'après-guerre. Le principe, d'abord utilisé comme une mesure particulière destinée à limiter l'encours de chaque banque prise séparément, en particulier pour empêcher les petites banques de faire des opérations que ne justifiait pas leur importance, fut généralisé pour devenir un moyen de contrôle monétaire et limiter globalement le volume de ce que l'on appelle maintenant la liquidité potentielle.

Nous savons que progressivement cette contrainte se resserra et que, contrôlés d'abord à chaque fin de mois, les plafonds durent ensuite être observés de façon continue, et les dépassements de plafonds sévèrement pénalisés.

a) *Mode de fixation de ces plafonds.* — Au moment de leur fixation en 1948, ces plafonds eurent pour ambition de limiter quantitativement l'endettement bancaire. En fait, les banques furent incapables de les observer et la pression s'exerça dès lors, non plus de façon quantitative, mais de façon qualitative par la pratique de taux de pénalisation dès que l'on dépassait le taux d'escompte (taux d'enfer et de super-enfer).

On avait donc *un recours considéré comme normal et à coût minimum : le taux d'escompte*, et au-delà *un recours considéré comme excessif donc pénalisé à des taux croissants*. Mais ce faisant, on justifiait l'idée que les plafonds de réescompte devenaient pour les banques « un droit de tirage ». On pérennisait ainsi l'endettement bancaire. Les banques prirent alors l'habitude de s'endetter au maximum auprès de l'Institut d'Emission. L'escompte n'était ni un recours en dernier ressort comme avant la guerre, ni un procédé justifié par une conjoncture déterminée (ex. 1945 à 1948), mais un moyen de financement normal.

A partir de 1957, au contraire, les plafonds sont utilisés de façon très restrictive. La Banque de France les comprime et les autres lignes de réserves des banques se mettent à jouer. Le taux du marché monétaire atteint son niveau maximum. Mais la situation est transitoire puisque la rentrée de devises vient alimenter les trésoreries bancaires. La Banque de France ne libéralise pas sa politique et continue à fixer ces plafonds largement en deçà des besoins des banques (1).

(1) On peut voir la conséquence de cette politique sur notre graphique de la p. 180.

b) *Justification de cette politique.* — Le mérite de cette politique est d'avoir dissocié le taux d'escompte du taux des liquidités bancaires et permis de poursuivre une politique de stabilité monétaire sans casser l'expansion économique par une hausse exagérée du taux d'escompte.

Le taux d'escompte est le taux directeur de l'activité économique, le taux du marché monétaire est le taux des liquidités de trésoreries. En élevant ce dernier, on réduit l'offre de monnaie, alors qu'en réduisant le taux d'escompte on réduit la demande. On évite que ces deux facteurs ne jouent en même temps pour entraîner un processus déflationniste. Or, notons que les Anglo-Saxons ne disposent pas de cette arme, le taux du marché monétaire étant en général inférieur au taux d'escompte.

## II | LES EMPLOIS OBLIGATOIRES

a) *Les planchers de Bons du Trésor.* — Nous avons vu qu'en fixant des plafonds d'escompte la Banque de France n'entendait pas imposer une limite définitive à son apport à la liquidité bancaire. Les banques avaient depuis 1938 la possibilité quasi illimitée de se procurer des liquidités auprès de l'Institut d'Emission. Aussi la loi de 1948 prévoit-elle de bloquer les Bons du Trésor dans les actifs bancaires en imposant des planchers de Bons du Trésor. Cette réserve d'effets publics passa d'environ 48 % en 1948 à 25 %, niveau auquel elle se maintint jusqu'à l'institution du coefficient de trésorerie ; elle ne cessa dès lors de décroître et la réforme actuelle du crédit a entraîné sa disparition. Cette mesure assurait le financement de la dette publique en obligeant les banques à renouveler régulièrement leurs portefeuilles de bons au fur et à mesure qu'ils venaient à échéance, et empêchait une monétisation de cette dette publique en obligeant les banques à assurer elles-mêmes une partie de ce financement. La suppression de ces planchers coïncide avec un fort désendettement du Trésor à l'égard du système bancaire, et une nouvelle politique de contrôle de l'émission monétaire par l'institution de réserves obligatoires.

b) *Le coefficient de trésorerie.* — S'il y a un certain artifice à imposer des planchers de Bons du Trésor, combien y en a-t-il plus à bloquer dans les actifs bancaires 38 % des avoirs ? Si une mesure fut à ce point dictée par une conjoncture déterminée, ce fut bien celle-ci qui imposa aux banques d'employer une proportion accrue de leurs ressources à des emplois à moyen terme. Or, cette mesure de circonstance a eu pour conséquence une modification profonde de la structure même du crédit qui a habitué progressivement les banques à prêter à terme de plus en plus éloigné les fonds qu'elles détiennent à titre précaire. En étudiant cette mesure, nous sommes donc amenés à faire l'historique de cette transformation des mœurs bancaires.

#### *1 - Les origines du coefficient de trésorerie*

Elles sont analogues à celles des planchers d'effets publics. Depuis la guerre, les nécessités du financement de l'économie jointes à la disparition de l'épargne privée avaient fait admettre peu à peu le principe de la « transformation », procédé qui permet de financer des investissements sur ressource monétaire. Une condition essentielle de la réussite de cette pratique était que les effets ne fussent pas bloqués dans les actifs bancaires. On permit dès lors leur mobilisation par des organismes relais disposant eux-mêmes à la fois de ressources d'épargne et de ressources liquides : le Crédit National et la Caisse des Dépôts en particulier. Au cas où ces organismes connaîtraient à leur tour des problèmes de trésorerie, ils pourraient de leur côté réescompter ces effets à la Banque de France. Aussi, le système de sécurité n'ayant pas fonctionné, l'ensemble des crédits à moyen terme apparut-il bientôt au Bilan de la Banque de France, dans les contreparties de la masse monétaire.

Les effets à moyen terme n'étaient soumis à aucun plafond. Leur négociation se faisait à un taux supérieur au taux d'es-compte, mais inférieur au taux d'enfer. Dans la période qui précéda 1957, les trésoreries bancaires fortement restreintes par les déficits croissants de la balance des paiements utilisèrent complètement cette seconde ressource. Le but recherché



n'était donc pas atteint, le refinancement étant dès lors assuré par l'expansion de la monnaie.

L'institution du coefficient de trésorerie date de 1960. L'équilibre des finances publiques ne justifiait plus le maintien des planchers de bons au niveau de 25 %. On impose aux banques la détention d'un pourcentage déterminé d'effets réescomptables hors plafond (Bons du Trésor, effets à moyen terme, effets de financement de l'exportation et des grands ensembles). Le taux est d'environ 36 % et on fait à l'intérieur décroître progressivement le plancher de bons. Evidemment la détention d'effets publics hors plafond est faible du fait de leur rendement médiocre : on encourage ainsi les banques à financer un pourcentage croissant d'effets à moyen terme.

## 2 - Les modalités de cette politique

Nous allons voir ici comment joue ce coefficient.

— *Sa fixation.* — Le taux a varié entre 30 et 36 %.

Au contraire des plafonds d'escompte qui sont déterminés pour une période d'un an environ et réajustés en fonction de l'activité économique, le coefficient de trésorerie fait l'objet d'*ajustements périodiques selon les accidents de la conjoncture*. On les réduit en fin de mois, on les accroît à d'autres moments en fonction de données nouvelles. Enfin, on fait varier le plancher d'effets, ce qui oblige les banques à se procurer d'urgence les titres qui entrent dans le calcul du taux.

*Son incidence sur la liquidité bancaire.* — En rendant mobilisable un pourcentage donné de bons et d'effets négociables à un certain taux, l'Institut d'Emission permet aux banques de se procurer des liquidités à un taux déterminé. En bloquant ces actifs, il les oblige à recourir à des opérations plus onéreuses. Ainsi, ce coefficient de liquidité a pour but d'élever ou d'abaisser le taux sur le marché monétaire. On retrouve bien là la technique mentionnée ci-dessus qui consiste à *agir non sur le niveau des liquidités* mais sur leur coût. Mais cette analyse se situe, comme nous l'avons voulu dans cette première partie, au niveau du système bancaire tout entier.

Faisons une incidente et envisageons la situation de chaque banque prise séparément : la structure des organismes bancaires

est très différente. Certains par vocation sont plus habilités à faire des opérations longues, les banques d'affaires. D'autres, les banques de dépôts, n'ont pris l'habitude de prêter à moyen terme qu'un pourcentage relativement modéré de leurs avoirs : 12 %. Il leur fallut donc, pour gagner plusieurs points de leur coefficient de trésorerie, acheter ces effets à leurs partenaires, ce qui entraîna à la fois une extension des opérations interbanques et une facilité de financement offerte aux banques qui avaient l'habitude de s'engager à plus long terme (puisque cette négociation se faisait à un taux inférieur au taux du marché monétaire). Donc, au sein du système bancaire, *on a assisté à une redistribution des liquidités au profit des organismes de prêts longs.*

*Sa justification du point de vue des autorités monétaires.*

— Le système du coefficient de trésorerie n'a pas été sans mérite. D'un point de vue purement formel, il manque certes d'élégance. Cette mise en tutelle des banques françaises à une époque où la stabilité monétaire retrouvée aurait pu desserrer l'étau réglementaire demeure assez paradoxale. Elle s'explique par deux faits :

1<sup>o</sup> Les poussées inflationnistes de l'année 1960 ne pouvaient pas être combattues de façon durable par une hausse du taux d'escompte qui eût exercé un effet trop déprimant sur l'économie ;

2<sup>o</sup> L'Institut d'Emission ne possédait aucune arme pour agir sur le marché monétaire. Il ne pouvait pas, en particulier, pratiquer une politique active d'*open market*. Nous verrons bientôt pourquoi.

L'avantage de ce système a donc été double : il a comprimé l'évolution de la masse monétaire et endigué l'hémorragie de monnaie due à l'afflux du moyen terme. Allons plus loin : il a habitué les banques à financer une nouvelle forme de crédit et s'est opposé au principe de la spécialisation vieux de plus d'un siècle. La profonde réforme que subit le système d'émission et de négociation des effets à moyen terme aurait peut-être été sans effet sans cette mise à l'épreuve préalable. Notons que l'orthodoxie est rétablie puisqu'on permet en même temps aux banques de recevoir des dépôts à terme.

En fait, c'était surtout *une mesure de transition*, en raison des inconvénients qu'il présentait.

— *Ses inconvénients.* — Il est délicat d'obliger les banques à développer une forme d'opérations qui peut mettre en péril leur équilibre, en raison d'une caractéristique déterminée de leurs ressources par exemple (1). De même, ce mécanisme fait que toute mesure de restriction de crédit, en obligeant le système à accroître le volume d'effets à moyen terme détenus par les banques, aboutit paradoxalement à une nouvelle distribution de crédit. On peut se demander en outre quel intérêt il peut y avoir à maintenir les banques dans une tutelle étroite, hors les périodes exceptionnelles et pour s'opposer à des déséquilibres fondamentaux. Ce n'est pas le cas de la France à l'heure actuelle.

### III | LE SYSTÈME | DES RÉSERVES OBLIGATOIRES

a) *L'institution du système.* — Nous avons, en étudiant la liquidité des banques, décrit comment l'institution de réserves modifiait les conditions d'expansion de la masse monétaire. Nous examinerons ici comment le système des réserves est un instrument de la politique monétaire.

Examinons d'abord le taux initial qui paraît au départ très faible : 4,5 % des dépôts à vue, 2,5 % des dépôts à terme, alors que les taux américains sont de 20 % et 5 %. Pourquoi ces taux ? Nous l'avons vu, le système joue comme un frein à une expansion monétaire désordonnée en donnant par l'intermédiaire du multiplicateur de crédit la limite compatible avec l'équilibre monétaire global. Or la fuite due à la demande de monnaie légale étant forte (30 % contre 20 % aux Etats-Unis), les autorités monétaires ont jugé qu'un rapport de 4,5 % était suffisant.

b) *Les modalités du système des réserves obligatoires.* — Toute valeur du coefficient de réserves induit un niveau d'équilibre déterminé du système bancaire.

Prenons le cas d'un système monétaire caractérisé par un

(1) Problème des petites banques peu armées pour distribuer du crédit à moyen terme.

taux de réserve de 20 % et d'une fuite sous forme de billets de 20 % également.

Supposons qu'un excédent de la balance commerciale accroisse les dépôts bancaires d'une valeur de 100 000 F. Compte tenu de la capacité de création monétaire du système bancaire qui dépend du multiplicateur de crédit, nous pouvons nous attendre à un accroissement final de la masse monétaire de 250 000 F (1), qui se répartira entre les dépôts (200 000) et les billets (50 000). La gestion bancaire sera assurée de la manière suivante :

| <i>Bilan</i>   |     |               |     |
|----------------|-----|---------------|-----|
| <i>Actif</i>   |     | <i>Passif</i> |     |
| Réserves ..... | 50  | Dépôts .....  | 200 |
| Crédits .....  | 150 |               |     |

Faisons intervenir une hausse du taux de réserve de 5 %. Le taux passe donc de 20 à 25 %. Nous distinguerons les effets immédiats et les effets médiateurs :

#### *Effets immédiats :*

1<sup>o</sup> Les réserves passent en valeur absolue de 50 000 à 60 000 F. Les banques sont donc obligées de sacrifier 10 000 F d'effets, qu'elles échangent auprès de l'Institut d'Emission pour se procurer des réserves ;

2<sup>o</sup> En même temps, le multiplicateur de crédit passe de 2,5 à 2,2.

#### *Effets médiateurs :*

Les 10 000 F d'effets transformés en réserves restreignent la capacité de crédit des banques. Ces effets seront désormais remboursés à l'Institut d'Emission, ce qui fera disparaître un montant équivalent de monnaie. Les banques n'auront par ailleurs plus les moyens de les renouveler après

(1) Nous adoptons pour cette analyse la formule peut-être contestable, mais commode du multiplicateur « américain »  $\frac{1}{1 - r + b}$ ,  $r$  étant le taux de réserve et  $b$  le pourcentage de billets dans la masse monétaire. Le multiplicateur est dans notre exemple de 2,5.

leur échéance, et par conséquent le volume de dépôts bancaires qui en était la contrepartie diminuera du même montant.

Cette diminution de 10 000 F entraînera une contraction de la masse monétaire de 22 000 F (compte tenu de la nouvelle valeur du multiplicateur de crédit). Le volume de monnaie s'abaissera à 228 000 F et sera géré de la façon suivante : (dépôts : 182 400 F, billets : 45 600 F) :

| Bilan         |       |             |       |
|---------------|-------|-------------|-------|
| Actif         |       | Passif      |       |
| Réserves ...  | 45,6  | Dépôts .... | 182,4 |
| Crédits ..... | 136,8 |             |       |

En définitive, l'accroissement initial des réserves est momentané, et il a servi essentiellement à déclencher le processus de contraction monétaire. Mais ses effets sont importants : il a entraîné à la fois une diminution de la masse monétaire, une diminution des crédits et une diminution des dépôts.

Il convient maintenant de montrer comment ce mécanisme se déroule en pratique.

Sous le régime de la double contrainte du plafond d'émission et du coefficient de trésorerie, une politique de restriction de crédit avait pour objet d'élever le coût des liquidités. Ainsi une banque voyait diminuer son plafond d'escompte et bloquer ses effets hors plafond. Elle continuait néanmoins, si elle en avait besoin, à vendre des effets à des taux croissants, ce qui augmentait le *volume de monnaie légale en circulation*.

Avec le système des réserves, le processus est très différent. Un accroissement des réserves requises oblige la banque à vendre des effets pour accroître la part de son actif qui est stérilisé à l'Institut d'Emission. *Ce système aboutit donc à diminuer le volume de monnaie en circulation.*

c) *Appréciation de ce système.* — Nous avons dit que le coefficient de trésorerie était une mesure de circonstance. Nous pensons au contraire que l'institution de réserves obligatoires marque une étape importante dans l'histoire du crédit en France et qu'elle amorce un changement durable de notre politique monétaire. Nous aborderons ce point plus tard : bornons-nous maintenant à ses avantages techniques.



Le système a une efficacité totale, il complète une politique de hausse des taux, en bloquant l'offre de monnaie. Cet argument militait à son encontre lorsque les nécessités de l'expansion interne primaient et que les opérations extérieures étaient strictement réglementées par le contrôle des changes. Il apparaît, au contraire, à l'heure actuelle qu'un pays ne peut plus dissocier sa politique financière interne et externe, et se priver des avantages des mouvements internationaux de capitaux. Avec la libéralisation totale du régime des changes, il devient maintenant souhaitable de disposer des moyens quantitatifs globaux que tout pays doit posséder pour faire échec à une dépréciation possible de sa monnaie.

Néanmoins, les inconvénients d'un tel automatisme sont très grands et la Banque d'Emission ne les laisse pas intégralement jouer en venant au secours des banques sur le marché monétaire.

## B | LES INTERVENTIONS DE LA BANQUE DE FRANCE PAR LA POLITIQUE D'OPEN MARKET

a) *L'origine de l'open market en France.* — En 1935, la Banque de France fut autorisée à pensionner des Bons du Trésor ayant plus de trois mois à courir... En 1938, elle recevait l'autorisation d'intervenir de sa propre initiative sur le marché monétaire pour y vendre ou y acheter des effets. Pendant longtemps, cette fonction fut mise en veilleuse. Chargée d'assurer l'équilibre des trésoreries bancaires, la Banque de France se servit de cette faculté pour alimenter celles-ci pendant les périodes de crises. Nous ne revenons pas sur ce point que nous avons analysé plus haut en étudiant les liquidités potentielles. Il y avait des obstacles majeurs à la pratique de l'*open market*. L'essentiel était le peu d'intérêt que les banques portaient aux effets publics dont nous avons vu la faiblesse des taux de rentabilité. Aussi la réévaluation des titres de la dette publique était-elle essentielle pour que le marché monétaire puisse fonctionner.

Il apparaissait en outre que la Banque disposait, avec ses armes quantitatives, de moyens suffisants, et la politique d'*open market* continua jusqu'en 1964 à être utilisée pour permettre d'alimenter en moyens de trésorerie supplémentaires les banques au moment où les taux atteignaient les niveaux de pénalisation.

La première « vente d'effets » fut faite en 1965, à un moment où les banques françaises, attirées par les taux de rémunération des marchés étrangers, plaçaient à l'étranger des ressources importantes, en utilisant au maximum leurs plafonds d'escompte. La vente d'effets sur le marché français fut utilisée pour permettre le rapatriement des capitaux français de l'étranger (1). En 1966, le coefficient de trésorerie continua d'être utilisé et l'*open market* conserva son aspect exceptionnel ; par contre, à partir du début de l'année 1967, la libéralisation des changes exigea que le souci constant des autorités monétaires soit orienté vers les flux internationaux de capitaux.

A partir de ce moment, les interventions de l'Institut d'Emission sur le marché monétaire devinrent quotidiennes, et pour en élargir la portée, une décision a étendu le domaine des interventions de la Banque de France aux effets à moyen terme, afin d'encourager les organismes bancaires à en détenir des volumes importants.

b) *Les modalités de la politique d'open market.* — Nous avons déjà montré dans notre première partie comment les interventions de la Banque de France modifiaient le taux spontané du marché. Voici comment s'opère cette mutation :

La vente d'effets publics modifie leur cours et élève le taux d'intérêt ; or, nous le savons, les placements en effets à court terme sont d'autant plus rentables qu'ils s'effectuent à des taux élevés de façon à permettre, par une revente au moment où ces taux s'abaissent, un gain sur la valeur du titre lui-même. Aussi les banques trouvent-elles intérêt à échanger leurs liquidités contre des effets auprès de l'Institut d'Emission plutôt que sur le marché interne, ou le marché extérieur, ce qui explique comment la vente de titres publics peut permettre un rapatriement de capitaux. L'achat d'effets

(1) Voir l'analyse de ce mécanisme p. 286.

par la Banque de France élève leur valeur et rend intéressante la revente immédiate. Ainsi cette politique joue essentiellement sur les différences de taux, adoptant donc les techniques du marché monétaire.

c) *But et appréciation de la politique d'open market.* — L'objet de la politique d'*open market* consiste à régulariser le taux du marché monétaire sans s'opposer à sa tendance fondamentale, mais en empêchant des fluctuations déséquilibrantes.

Ainsi, elle confère au taux du marché monétaire un rôle qu'il n'avait jamais eu. La libéralisation de la politique de taux de l'Institut d'Emission, la faible part que l'escompte prend désormais dans *l'accroissement* de la masse monétaire, amène à songer que le régime des taux français se rapproche des systèmes anglo-saxons. Certes, le taux du marché monétaire était jusqu'à présent supérieur au taux d'escompte, mais l'escompte réduit au minimum devient un cadeau fait par la Banque de France aux banques en contrepartie des fortes sorties de billets qu'elles subissent encore. Par contre, il peut être inférieur aux taux de pénalisation et ceux-ci sont souvent plus faibles que certains taux d'escompte étrangers.

Rien ne s'oppose donc plus à ce que le marché monétaire joue en France, aux côtés de l'Institut d'Emission, le rôle qui doit être le sien.

Son ouverture aux influences extérieures va nous donner un nouveau champ d'investigations.

## QUATRIÈME PARTIE

### *LES RELATIONS DU MARCHÉ MONÉTAIRE ET DU MARCHÉ DES CHANGES*

Nous avons évoqué, dans notre seconde partie, l'influence que les opérations extérieures pouvaient avoir sur la liquidité du système bancaire. Le solde de la balance des paiements courants se traduit, lorsqu'il est positif, par une entrée de devises : celle-ci s'effectue par l'intermédiaire des organismes bancaires, qui échangent auprès de l'Institut d'Emission leurs devises et celles de leurs clients contre des francs, augmentant ainsi leurs avoirs en monnaie nationale. Par le jeu du multiplicateur, cette entrée se traduit finalement par une expansion de la masse monétaire égale à un multiple de l'excédent initial. Un solde négatif devrait avoir un effet inverse et entraîner une contraction des crédits distribués à l'économie. En fait, l'effet ne se révèle pas symétrique du précédent : une contraction des crédits étant difficile à réaliser, le déficit de la balance des paiements contribue surtout à restreindre la liquidité bancaire et à soumettre celle-ci plus étroitement à l'Institut d'Emission.

Ce principe étant admis, il faut maintenant faire la différence entre les deux catégories d'opérations qui sont à l'origine des mouvements de devises. En effet, à côté des transferts liés à des opérations courantes, commerciales ou autres, de leur clientèle, les banques ont pris l'habitude d'effectuer, depuis la libéralisation du contrôle des changes, des opérations propres susceptibles de compenser l'effet des précédentes et de réduire ou accroître leur portée.

L'entrée de devises peut être supérieure au résultat donné par la balance : dans ce cas, les opérations des banques en accroissent

l'excédent. Elle peut être inférieure au solde de la balance : l'excédent réalisé est alors compensé par un financement externe.

*En agissant ainsi librement sur les entrées et sorties de devises, les banques peuvent donc modifier leur liquidité interne.* Elles assument de cette façon un rôle monétaire d'autant plus important qu'il semble échapper à la tutelle de l'Institut d'Emission : ainsi, en période de tension de trésorerie, les banques trouveraient un avantage immédiat à améliorer leur liquidité par ce moyen. On peut dès lors craindre qu'elles puissent échapper à des politiques monétaires commandées par des impératifs économiques internes et, ce qui serait plus grave encore, qu'elles subissent la loi des places étrangères.

Néanmoins, à notre époque, toute tendance à l'élargissement est bénéfique pour un marché. On le remarque aujourd'hui pour le marché monétaire qui, en s'ouvrant aux influences internationales, permet la circulation des disponibilités d'une place à une autre. Il conviendra donc de déceler les avantages d'une telle situation, et de préciser le rôle que la place de Paris peut espérer jouer sur ce marché international des liquidités.

La libéralisation du marché des changes doit avoir comme corollaire la mise en place de moyens efficaces, d'armes monétaires qui permettent d'enrayer les mouvements inopportuns de capitaux à court terme.

Notre analyse comportera donc trois chapitres : après avoir proposé une analyse comptable des flux monétaires externes, et tenté une explication des rouages qui permettent l'interpénétration du marché monétaire et du marché des changes, nous verrons quels effets les opérations extérieures exercent sur la liquidité des banques et de quels moyens disposent les autorités monétaires pour agir sur les opérations monétaires externes.

Notre étude a un caractère assez technique. Elle se situe dans le cadre d'une conjoncture internationale normale et d'un régime de liberté des changes. Si nous passons, à de rares exceptions près, sous silence la crise financière de novembre 1968 et la situation des opérations externes en régime de contrôle des changes, c'est que les mouvements de capitaux à court terme qu'elles ont commandés de 1968 à ce jour ne nous semblent pas réellement significatifs de l'évolution normale à attendre des relations du marché monétaire français et du marché monétaire international.



## *Analyse comptable de la position monétaire externe*

### A | LES DIFFÉRENTES PRÉSENTATIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements est organisée pour faire apparaître un solde différent selon l'usage que l'on veut en faire. On peut ainsi adopter l'optique des transferts et chercher à analyser l'influence réciproque des flux réels et des flux financiers à long ou court terme ; mais on peut adopter l'optique du financement compensatoire et, considérant le solde global, chercher à démêler dans sa composition ce qui réalise le rééquilibrage de la balance : en période normale, ce solde est essentiellement constitué par l'expansion ou la contraction des réserves officielles de changes.

Sans que la présentation de la balance des paiements française se réfère implicitement à une de ces deux conceptions, on remarque, d'une part, une présentation normale de la balance de la zone franc qui se rapproche plutôt de la première conception et, d'autre part, une récapitulation qui n'apparaît qu'en exergue de l'étude périodique de la balance des paiements de la zone franc (1) et qui met en évidence deux catégories d'opérations : celles que nous appellerons « économiques » et qui sont constituées par l'ensemble des transactions intéressant les relations de la zone franc et de l'étranger et les opéra-

(1) Publiée à intervalles réguliers dans la revue *Statistiques et Etudes financières*.

tions dites « monétaires » qui influencent directement le volume de la circulation monétaire interne : ce sont les postes intitulés : « Avoirs et engagements à vue et à court terme en francs, en devises étrangères et en or, des autorités monétaires et des banques françaises à l'égard des pays étrangers à la zone franc ».

Il nous a paru intéressant de noter la différence entre les deux présentations dans le tableau ci-après :

| <i>Balance des paiements<br/>dans l'optique<br/>des transferts</i>     | <i>Balance des paiements<br/>dans l'optique<br/>du solde compensatoire</i>                                             |
|------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| I. Biens et services.                                                  | I. Solde des paiements courants.                                                                                       |
| II. Prestations gratuites.                                             |                                                                                                                        |
| III. Cession de devises par les pays d'outre-mer <sup>(1)</sup> .      | II. Cession de devises par les pays d'outre-mer.                                                                       |
| IV. Prêts à long terme et investissements.                             | III. Solde des mouvements de capitaux non monétaires.                                                                  |
| V. Avoirs et engagements à vue et à court terme :<br>— secteur privé ; |                                                                                                                        |
| — secteur public ;<br>— secteur bancaire.                              | IV. Evolution de la trésorerie en devises : opérations à caractère monétaire du secteur public et du secteur bancaire. |

(<sup>1</sup>) L'ordre des différents postes a été adopté en fonction de la commodité de la comparaison. (Nous avons traité de l'évolution de la réglementation des changes en même temps que des instruments de la politique monétaire externe. Néanmoins, la lecture préalable de cette section A du chapitre III peut simplifier la compréhension générale de cette quatrième partie.)

Il est aisé de se rendre compte que, dans la présentation normale de la balance, l'accent est mis sur l'origine de l'opération, tandis que dans la seconde présentation tout est mis en œuvre pour différencier les postes économiques et les postes monétaires : c'est à des dernières que nous nous intéresserons désormais.

N. B. — Tous les chiffres de cette Quatrième partie ont été tirés d'articles spécialisés de la revue *Statistiques et Etudes financières* dont le détail se trouve dans notre bibliographie.

## B | LES POSTES MONÉTAIRES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les postes monétaires de la balance des paiements sont la contrepartie exacte du solde de la balance des opérations économiques. Une partie de ce solde, la plus importante dans une conjoncture normale, correspond à un accroissement ou à une diminution des réserves publiques de change, tandis que l'autre partie, non négligeable en régime de liberté des changes, sert de contrepartie à des opérations de placement ou d'emprunt sur le marché monétaire international.

### I | LES AVOIRS MONÉTAIRES EXTERNES DU SECTEUR PUBLIC

La rubrique qui présente le plus grand intérêt est évidemment celle qui comptabilise l'évolution des « Réserves officielles de changes » détenues par la Banque de France et le Fonds de Stabilisation des Changes.

On trouve ensuite la « Position nette au Fonds Monétaire International » qui traduit l'importance de la demande de francs par les pays à balance des paiements déficitaire.

Enfin, divers avoirs et engagements dus à des opérations qui ont mis en relation l'Institut d'Emission ou le Trésor public avec l'étranger : engagements en francs à l'égard d'institutions publiques étrangères ou d'organismes internationaux, évolution des encaisses en devises du Trésor (nous parlerons plus loin des opérations monétaires du Trésor).

Les avoirs monétaires externes du secteur public constituent la base d'une expansion de monnaie. Toute entrée d'or, tout avoir en devises du Fonds de Stabilisation des Changes ou du Trésor, tout mouvement qui se traduit par une inscription au bilan de la Banque de France est générateur d'une expansion monétaire. En période de contrôle des changes,

c'est-à-dire lorsque tous les paiements extérieurs sont centralisés par un organe de *clearing*, ce poste doit correspondre exactement au solde économique de la balance des paiements. Au contraire, en période de liberté, on constate que les particuliers (leur action constitue une activité non monétaire) ou les banques (leur intervention a un caractère monétaire) modifient l'incidence des opérations économiques sur l'accroissement des réserves officielles de change.

Les autorités, désirant connaître le plus vite possible cette différence, exigent des banques la présentation mensuelle et trimestrielle de l'état de leur trésorerie en devises. Les variations des avoirs en devises des banques sont communiquées à la Banque de France avec un décalage d'un mois par rapport aux autres renseignements dont elle dispose. Ce retard constitue un handicap important pour les autorités monétaires puisque le propre des opérations à court terme des banques est leur rapidité, et que le retournement des positions en devises qui ont un caractère très spéculatif peut être spectaculaire. Il faut donc agir avec une grande prudence devant une situation donnée, car les fluctuations de la conjoncture internationale peuvent la rendre caduque au moment où elle est connue.

Si les avoirs publics sont, pendant une période, supérieurs au solde de la balance, ceci traduit une action importatrice de capitaux à court terme du système bancaire. Une telle situation est anormale et elle doit être corrigée par l'influence de la politique monétaire externe sur les mouvements de capitaux à court terme. Si, au contraire, la situation se retourne, elle traduit une plus grande aisance de trésorerie des organismes bancaires qui peuvent intercepter une partie des devises dues par l'extérieur et accorder des prêts aux pays déficitaires.

## II | LES OPÉRATIONS MONÉTAIRES EXTERNES | DU SYSTÈME BANCAIRE

Nous réservons l'analyse comptable de ce poste et la description de son contenu à notre prochaine section. Nous nous contenterons ici d'insister sur l'aspect monétaire de ce solde.

Le deuxième poste monétaire de la balance des paiements nous indique la variation extérieure nette due au système bancaire. Comme tout solde de la balance des paiements, il résulte de la confrontation des avoirs et des engagements à l'égard de l'étranger. Mais ces rubriques retiendront cette fois plus longuement notre attention.

Définissons tout d'abord ces deux termes et expliquons leur incidence monétaire.

### *1 - Les engagements*

Un engagement du système bancaire à l'égard de l'étranger donne à celui-ci un droit, celui de retirer son dépôt comme n'importe quel titulaire de compte, ou de demander son remboursement comme tout prêteur à court terme. L'engagement consiste donc en une dette résultant soit d'un emprunt demandé par la banque et souhaité par elle, soit d'une action autonome de l'étranger qui désire, de sa propre initiative, accroître ses dépôts dans les banques françaises. Nous distinguerons l'effet d'un tel engagement sur la balance des paiements, sur la liquidité de l'économie et sur la liquidité du système bancaire.

A) *Effet sur la balance des paiements.* — Tout engagement à l'égard de l'étranger est considéré défavorablement par la balance des paiements qui en souligne l'aspect négatif. Lorsque ce poste croît, on parle de détérioration de la situation du système bancaire à l'égard de l'étranger. Un des objectifs de la politique externe des autorités monétaires est justement la diminution de ces dépôts étrangers en France. En effet, anormalement élevés, ils correspondent à des mouvements de *hot money* qui peuvent changer de sens rapidement et déséquilibrer les paiements extérieurs. Diverses mesures ont d'ailleurs été prises pour les décourager, par exemple la décision prise en 1963 de ne plus rémunérer les dépôts étrangers, décision de circonstance abrogée en 1966.

C'est l'un des premiers motifs d'alarme dont les opérations monétaires externes sont la cause puisqu'elles ne sont qu'en partie commandées de l'intérieur, et dépendent partiellement



des flux monétaires internationaux dont le contrôle échappe aux autorités nationales.

Ainsi, en France, pendant toute la période 1961-1964 ce poste est resté négatif. Nous avons déjà souligné le caractère anormal de cette situation : une balance des paiements particulièrement excédentaire coïncidait avec une entrée de capitaux à court terme. Ainsi, au cours de cette période, l'action bancaire aggravait le déséquilibre des paiements internationaux, au détriment des pays qui auraient dû être normalement emprunteurs, c'est-à-dire des pays déficitaires.

Ceci résultait paradoxalement de la politique restrictive pratiquée par les autorités monétaires françaises. Nous avons eu déjà l'occasion de souligner les paradoxes de cette politique, dont les effets extérieurs contredisaient l'effet interne. C'est en fonction de cette situation surtout que fut décidée l'introduction en France du système des réserves.

B) *Effet sur la liquidité de l'économie.* — Un accroissement des dépôts étrangers ou des emprunts à court terme se traduit par un afflux de devises étrangères sur le territoire national. Ces devises sont échangées par les banques auprès du Fonds de Stabilisation des Changes contre des francs qui viennent grossir leurs comptes à l'Institut d'Emission déclenchant un processus d'expansion de la masse monétaire. Parallèlement les réserves officielles de changes croissent, ce qui explique l'excédent des avoirs du secteur public sur le solde des opérations économiques de la Balance des Paiements.

Ainsi, l'action préalable du système bancaire modifie les modalités de financement des déséquilibres externes : il sera important de déterminer si cette influence s'exerce dans le sens de l'équilibre ou dans le sens du déséquilibre. Nous reviendrons plus tard sur cette question.

C) *Effet sur la liquidité du système bancaire.* — Autre aspect de l'effet précédent, l'échange de devises contre des francs enrichit les banques en monnaie nationale. L'emprunt contracté à l'étranger se solde finalement par une émission de francs au profit du système bancaire, dont la liquidité de trésorerie se trouve ainsi accrue par l'endettement extérieur. Ainsi une politique monétaire nationale, qui utilise la hausse du taux

d'escompte comme arme restrictive de la liquidité bancaire, risque fort, si cette élévation amène le taux de rémunération des capitaux à court terme au-dessus du taux de rémunération du dollar, d'attirer sur le territoire des disponibilités liquides. On constate par exemple qu'en pleine période de Plan de Stabilisation, les problèmes de trésorerie bancaires donnèrent ainsi lieu à d'importants emprunts en euro-dollars.

## *2 - Les avoirs*

Un accroissement des *avoirs nets* sur l'extérieur est au contraire constitué soit par le gonflement des dépôts à vue des banques françaises dans les comptes des banques étrangères, soit par des créances sur ces mêmes organismes. L'effet d'une augmentation de ces avoirs est évidemment inverse de celui que nous venons d'étudier. L'accroissement des « avoirs » améliore la situation externe des banques françaises, diminue la portée des opérations économiques de la balance des paiements sur les réserves officielles de changes, limite ainsi l'expansion monétaire qu'on aurait pu en attendre, et diminue la liquidité du système bancaire. Cette situation, qui semble normale du point de vue de l'équilibre des paiements extérieurs, n'est possible que si d'autres conditions dérivées de la situation monétaire interne et financière externe sont réalisées. Il faut en effet que la trésorerie des banques françaises soit suffisamment à l'aise pour permettre une sortie de capitaux à court terme ; il faut également que le placement soit rentable et que les taux étrangers soient supérieurs aux taux français. C'est précisément ce qui s'est produit en 1964, au moment où les banques françaises retrouvèrent une certaine aisance de trésorerie et où la tension sur le dollar éleva le taux de ce dernier au-dessus de celui du marché monétaire français.

Les variations comparées des avoirs et engagements nous donnent un solde net positif ou négatif selon les circonstances. Il convient de préciser exactement la nature des opérations qu'il recouvre.

C | ANALYSE COMPTABLE  
DE LA POSITION MONÉTAIRE EXTERNE  
DU SYSTÈME BANCAIRE FRANÇAIS

La position monétaire externe du système bancaire dépend à la fois :

- de ses opérations en devises étrangères et de ses opérations en francs à l'étranger ;
- de sa position au comptant et à terme ;
- de ses initiatives propres et de celles que les opérations de sa clientèle lui commandent. En effet, bien que nous ayons le dessein de ne mettre en relief que les opérations du seul système bancaire, puisque celles-là seules ont un effet monétaire, force nous est de considérer qu'une partie de l'action des banques est télécommandée par des opérations de sa clientèle et qu'inversement une partie des opérations de la clientèle est télécommandée par les banques.

Le tableau suivant (1) nous donne la présentation la plus simplifiée que l'on puisse trouver de ces opérations. On notera que l'évaluation est faite en dollars, monnaie de compte, ce qui permettra de comparer par la suite l'activité des différentes places.

*Un solde négatif* suppose un endettement continu du système bancaire à l'égard de l'étranger qui s'explique de deux façons : les correspondants étrangers entretiennent des comptes en francs dans les banques françaises (ces comptes n'ont cessé de croître de 1961 à 1964) ; en second lieu, ils ont prêté des devises aux banques françaises.

*Lorsque ce compte est positif*, il indique au contraire que les avoirs des banques françaises en devises sont supérieurs

(1) Voir la note de la p. 224.

aux dépôts en francs des étrangers. C'est la situation de l'année 1965.

Revenons une dernière fois sur la signification économique d'un solde négatif. C'est évidemment un symptôme défavorable pour le système bancaire français, mais sa portée est différente selon que la balance des paiements est excédentaire ou déficitaire. Si la balance est déficitaire, le solde exprime une menace pour la monnaie du pays qui sollicite un prêt à court terme pour rééquilibrer ses paiements extérieurs.

*« Variations des avoirs et engagements à vue et à court terme  
du secteur bancaire à l'égard de l'étranger »*

(en millions de dollars m. c.)

|                              | 1963    | 1964    | 1965    | 1966    | 1967    |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Avoirs en devises            | + 189,1 | + 230,3 | + 465,1 | + 614,8 | + 605,8 |
| Engagements en devises.....  | — 338   | — 170,7 | — 251,1 | — 590,7 | — 784,5 |
| Situation nette en devises.. | — 148,9 | + 59,6  | + 214   | + 24,7  | — 178,7 |
| Avoirs en francs.            |         |         | + 61,9  | + 144,1 | + 66,5  |
| Engagements en francs .....  |         |         | — 22,1  | — 249,4 | — 256,8 |
| Situation nette en francs .. | — 53,3  | — 78    | + 39,8  | — 105,3 | — 190,3 |
| Situation globale nette .    | — 202,2 | — 18,4  | + 253,8 | — 80,6  | — 369   |

Le signe + indique une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Il correspond à un enregistrement en débit dans la balance des paiements.

A partir de 1966, on enregistre les opérations à l'égard des P.O.-M.

Source : *Statistiques et études financières* (mars 1969)

Si, au contraire, la balance des paiements est excédentaire, un solde négatif exprime seulement que les placements offerts par le pays sont attrayants, soit par un taux de rentabilité élevé, soit parce que la place sert de refuge à des capitaux flottants. Il va de soi que, de toute façon, les autorités monétaires françaises sont profondément hostiles à toute entrée de capitaux spéculatifs sur notre territoire.

*Nous traiterons successivement :*

I. — La position en devises des banques françaises.

- II. — Les contreparties de cette position : les opérations monétaires externes des banques françaises en devises.
- III. — La position en francs de l'étranger dans les banques françaises.
- IV. — Les contreparties de cette position : les opérations en francs traitées avec l'étranger.

Une dernière précision nous sera utile avant d'aborder cette étude. La situation externe des banques françaises peut être saisie de deux façons :

— On peut désirer connaître la position exacte du système bancaire à l'égard de l'étranger telle qu'elle résulte de la situation cumulée des années antérieures, c'est à elle que nous nous référerons à certains moments lorsque nous voudrons connaître le montant exact des avoirs et engagements externes du système bancaire ; cette analyse nous donnera un avoir net sur l'étranger ou un endettement net envers l'étranger.

— On peut désirer au contraire connaître le sens des opérations qui ont eu lieu dans l'année écoulée, et qui ont abouti soit à un afflux de capitaux étrangers, soit à des placements à l'étranger.

Il s'agira alors d'une analyse en terme de flux telle qu'elle nous est familière dans les analyses de la comptabilité nationale ou de la balance des paiements. Les opérations enregistrées seront « la contrepartie » de la variation des avoirs tels que nous venons de les définir. C'est cette variation qui est enregistrée dans la balance des paiements. Evidemment le solde de la position nette externe et celui de la variation nette peuvent être de sens différent : ainsi, en 1965, l'endettement net du système bancaire à l'égard de l'étranger est encore de 487 millions de dollars. Au contraire, les opérations de l'année écoulée donnent un solde positif qui indique que pendant l'année 1965 la France a été créditrice de l'étranger.



# I | LA POSITION EN DEVICES | DES BANQUES FRANÇAISES

## 1 - *Forme des opérations*

Comment tout d'abord se matérialise un avoir ou un engagement des banques françaises à l'étranger ?

*Un avoir* des banques est constitué soit par un dépôt dans une banque étrangère, dépôt à vue conservé par simple désir d'encaisse en monnaie étrangère, soit par un prêt en devises consenti par elles à l'étranger. Il s'agira là soit d'une facilité faite par la banque à un client pour lui permettre de disposer d'un certain volume de sa monnaie nationale, soit, si l'opération a lieu entre intermédiaires financiers, d'un placement sur les marchés monétaires étrangers. Ce placement peut prendre différentes formes : la banque peut, par exemple à l'aide des livres qu'elle possède, acheter des acceptations de banque, ou des Bons du Trésor sur la place de Londres ; elle peut, d'un autre côté, prêter ces livres sur le marché des euro-devises, par exemple aux Pays-Bas, au Japon ou à n'importe quel pays qui a besoin de moyens de paiements libellés en livres.

*Un engagement* au contraire implique que les banques françaises ont été amenées, pour un motif ou un autre, à emprunter des devises, soit à un pays déterminé pour obtenir des moyens de paiements sur sa communauté, soit sur le marché des euro-devises pour obtenir des devises qui, échangées contre des francs, doivent l'aider à améliorer sa liquidité interne.

Ce deuxième motif est aisément explicable, mais quel intérêt une banque peut-elle trouver à entretenir en devises dans les banques étrangères des actifs liquides ou à court terme ? En effet, l'intérêt n'est pas évident si l'on considère que le propre du système bancaire français est son manque de liquidité. Or, pour stocker des moyens de paiements étrangers, la banque a recours au Fonds de Stabilisation des Changes à qui elle remet un volume équivalent de monnaie nationale. Les réserves officielles de change s'appauvrissent d'autant,

tandis que les comptes en francs des banques dans les écritures de la Banque de France diminuent — ceci conformément au mécanisme que nous avons déjà décrit.

## 2 - Origine des opérations

L'analyse doit distinguer les avoirs à vue et les avoirs à terme :

A) *Les avoirs à vue* correspondent à un *besoin d'encaisse* : l'analyse keynésienne peut leur être appliquée.

— *Encaisse de transaction* : le volume des avoirs en devises des banques s'accroît depuis que la France prend une part plus active au commerce international et en particulier depuis l'ouverture des frontières commandée par le traité de Rome.

— *Encaisse de précaution* également : une partie des avoirs consiste en devises acquises au comptant pour se couvrir d'un risque éventuel de change.

— *Encaisse de spéculation* enfin, puisque selon la plus ou moins grande confiance que les nationaux ont dans leur propre monnaie, ils aiment détenir des masses plus ou moins importantes de devises étrangères dont ils escomptent l'appréciation.

Ce dernier effet, très important à l'époque des constantes dévaluations du franc, garde un certain poids sous l'impulsion de facteurs psychologiques dont on ne voit pas très bien ce qui les a déterminés : ainsi les clients français des banques dont la monnaie a été parfois la mieux gagée du monde aiment posséder des comptes à l'étranger, constituant une source d'approvisionnement constant en devises pour le système bancaire français (1).

Ceci n'est d'ailleurs pas limité à la clientèle des banques. Ce motif a joué et joue chaque jour un rôle déterminant sur le marché des changes. Des flux et reflux de capitaux sont sans cesse provoqués par le désir de se débarrasser de monnaies en péril pour acquérir des moyens de paiements moins contestés. L'aspect spéculatif répond là moins à une attaque délibérée contre une monnaie, expression consacrée par les cambistes

(1) La reconstitution des avoirs à vue à l'étranger a été une des caractéristiques de la crise de novembre 1968.

internationaux, qu'au souci de chercher un refuge sur une place à monnaie stable qui maintiendra dans son intégrité l'avoir qui lui est confié.

B) *Les avoirs à terme* des banques s'accroissent lorsque le taux du marché monétaire international, matérialisé par le cours de l'euro-dollar, est supérieur au taux du marché monétaire interne. Les trésoriers des banques, sollicités par leurs collègues cambistes, se mettent à prêter à l'extérieur comme ils prêtent à l'intérieur, le métier des banques étant en somme de faire du crédit, avec la seule différence que momentanément l'opération avec l'étranger est plus rentable que l'opération interne. Au contraire, si le taux français est élevé, les banques françaises ont plutôt avantage à liquider leurs avoirs en devises, et éventuellement à en emprunter, puisqu'ils coûtent moins cher que les liquidités qu'elles pourraient se procurer sur le marché interne.

On peut donc considérer que la variation des avoirs à court terme qui correspond à un motif de placement est liée aux différences des taux pratiqués sur les diverses places. Le taux du marché monétaire répartit donc les « liquidités internationales », employons le mot puisque c'est d'elles qu'il s'agit, entre les différentes places monétaires assurant une redistribution fondée sur le besoin de liquidité. Le problème reste de savoir si cette répartition réalise également l'équilibre des paiements internationaux ? C'est ce que nous verrons dans notre second chapitre.

## II | LES CONTREPARTIES | DE LA POSITION EN DEVICES | DES BANQUES

Nous avons vu qu'une des difficultés rencontrées dans l'étude de cette question vient du fait que les opérations monétaires externes du système bancaire se situent sur deux marchés (le marché au comptant et le marché à terme), d'une part, et qu'elles ont deux origines : les besoins de la clientèle des banques ou une action propre de cette dernière, d'autre part.

Nous présentons dans le tableau ci-après une schématisation des différentes opérations possibles (1) :

|                                  | <i>Avoirs (emplois)</i>                               | <i>Engagements (ressources)</i>                       |
|----------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
|                                  |                                                       |                                                       |
| <i>Comptant</i>                  | — Divers.                                             | — Divers.                                             |
|                                  | — Avance à la clientèle.                              | — Ressources provenant de la clientèle.               |
|                                  | — Avoirs chez les correspondants.                     | — Dette envers les correspondants.                    |
| <i>Soldes comptant</i>           |                                                       |                                                       |
|                                  | <i>Devises à recevoir</i>                             | <i>Devises à livrer</i>                               |
|                                  |                                                       |                                                       |
| <i>Terme</i>                     | — De la clientèle (position vendeur de la clientèle). | — A la clientèle (position acheteur de la clientèle). |
|                                  | — Des correspondants (devises mises en report).       | — A des correspondants (devises prises en report).    |
| <i>Solde terme</i>               |                                                       |                                                       |
| Position de change :             |                                                       |                                                       |
| Solde comptant — Solde terme = 0 |                                                       |                                                       |

1 — Nous constatons  
que la position externe des banques  
dépend d'abord des opérations de la clientèle

A) *Au comptant* : la clientèle des banques peut recevoir des devises en paiement des marchandises livrées ou de services rendus. Quoique la réglementation ait fait une obligation à tout possesseur de devises de les échanger auprès du Fonds de Stabilisation des Changes, un certain délai est imparti pour satisfaire à cette obligation. Pendant toute la période-délai, ces devises restent à la disposition des banques.

Les importateurs peuvent, de leur côté, acquérir les devises qui leur seront nécessaires et les laisser, jusqu'au moment du paiement, à la disposition des banques.

(1) D'après les articles de *Statistiques et Etudes financières* cités dans notre bibliographie.

B) *A terme* : les particuliers peuvent désirer également effectuer des opérations à terme avec l'étranger. Ils peuvent en effet vouloir « se couvrir » contre un risque éventuel d'appréciation de la devise, dans le cas d'un achat, d'une dépréciation, dans le cas d'une vente. L'acheteur désire savoir exactement ce qu'il paiera, le vendeur ce qu'il touchera au moment du paiement.

Pour cela, l'acheteur acquiert à terme des devises et les paie au taux actuel, la livraison seule étant différée au moment du paiement.

Au contraire, l'exportateur vend à terme, au taux actuel d'échange, les devises qu'il s'attend à recevoir. Chacun des deux opérateurs sait à quoi s'en tenir sur le taux auquel se dénouera l'opération, ce qui est parfois très important pour des entreprises dont les marges bénéficiaires sont très faibles.

Ainsi les opérations au comptant ou à terme de leur clientèle influencent-elles la position en devises de banques. Jusqu'en 1963, cette influence était prépondérante. Depuis cette époque, les banques virent progressivement s'accroître leurs possibilités d'action (voir *infra*) (1). Les opérations des particuliers ne représentaient plus en 1965 qu'un dixième du total des opérations en devises des banques.

## 2 - Les opérations au comptant des banques

Ce poste décrit les opérations faites par les banques avec leurs correspondants : celles-ci sont constituées d'abord par les placements et prêts que les organismes bancaires se consentent à court terme. Mais en raison d'un principe qui obligeait jusqu'à présent les banques à ne jamais être en position de change (voir *infra*), les opérations au comptant des banques étaient influencées par les opérations « à terme sec » de la clientèle, c'est-à-dire des opérations qui engageaient le système bancaire sans contrepartie.

Lorsqu'un exportateur achète à terme des devises, la banque est dans l'obligation de les livrer à la date prévue. Pour ne pas risquer elle-même de perdre sur le change, elle doit,

(1) Voir p. 268 : *L'évolution de la réglementation des changes.*



soit avoir fait pour le compte d'un importateur l'opération inverse, qui la mettra en possession des devises au moment voulu, soit acheter elle-même au comptant les devises qu'elle devra livrer à terme. Ainsi ne se trouve-t-elle pas en « position de change ».

Aussi est-il plus simple lorsqu'on désire connaître le montant exact des opérations monétaires des banques, c'est-à-dire celles qui nous intéressent, d'examiner quelle est exactement leur *position personnelle à terme*.

En tenant toujours compte du principe qui veut que les banques ne puissent pas se trouver en position de change, il suffit, pour connaître exactement la situation des opérations de trésorerie des banques avec l'étranger, de se reporter à la rubrique : *position de change à terme des banques vis-à-vis des correspondants*.

Ce poste nous renseigne très exactement sur l'état des opérations de système bancaire qui met en communication le marché monétaire et le marché des changes.

Avant de donner la signification économique de ces différentes opérations, occupons-nous de la transcription comptable du dernier solde qui intéresse la position monétaire externe du système bancaire : *les opérations en francs, faites avec l'étranger*.

### III | LES AVOIRS ET ENGAGEMENTS EN FRANCS | DU SYSTÈME BANCAIRE | A L'ÉGARD DE L'ÉTRANGER

Les non-résidents, particuliers ou établissements bancaires, entretiennent des comptes en francs dans les écritures des banques françaises : l'existence de ces dépôts résulte évidemment des relations de toutes sortes reliant la France et les pays étrangers. La seconde raison, tout aussi importante que la première, est qu'un nombre important de paiements est libellé en francs. Mais la progression spectaculaire des opérations en francs des banques montre que, là encore, il faudra retenir le motif de placement comme origine de la progression ou de la contraction de ces avoirs.

A) *Quels sont tout d'abord les titulaires étrangers de comptes en francs.* — On trouve en premier lieu la clientèle non résidente obligée de maintenir des comptes dans les banques françaises à la suite des relations commerciales ou autres qu'elles nouent avec la France.

— Les organismes internationaux et les banques centrales étrangères entretiennent également des dépôts dans les banques françaises, certaines banques centrales étrangères pouvant effectuer des opérations sur le marché monétaire international, notamment des opérations de *swap* (voir *infra*).

— Les dépôts ordinaires des banques étrangères en France sont au contraire de nature identique à ceux que nous venons d'étudier dans notre précédent paragraphe. Ils servent de support à des opérations de trésorerie entre marchés monétaires et leurs mouvements sont liés aux mouvements correspondants des comptes en devises des banques françaises.

L'évolution de ces « encaisses en francs » des étrangers en France obéit aux mêmes motifs que l'évolution des « encaisses devises » des Français.

— Ces comptes croissent d'abord avec le volume des affaires. Cette progression correspond à la progression des relations commerciales entre la France et l'étranger.

— Une deuxième raison s'ajoute à celle-ci : un volume croissant de paiements est libellé en francs, soit parce que l'usage est maintenant définitivement ancré entre les différents pays du Marché Commun de libeller le paiement dans la monnaie de l'exportateur, soit parce que le franc ayant, pendant la période 1960-1968, été une monnaie stable, des contrats étrangers entre pays où notre système est suffisamment ancré, tels que les pays du Moyen-Orient, exigeaient un paiement en francs.

Une dernière raison qui prolonge celle-ci est que certains pays comme les pays de l'Est, ne pouvant effectuer des paiements directement dans leur propre monnaie avec le reste du monde, avaient confié au cours de la même période leurs avoirs en dollars et autres devises clés occidentales aux banques françaises où ils s'étaient fait ouvrir des comptes en francs, correspondant à des placements, le franc étant considéré par eux comme une monnaie stable et la place de Paris comme une place refuge.

Après l'entracte de la crise financière française, il n'y a aucune raison pour que les avoirs en francs ne se reconstituent pas sous l'influence des deux premiers motifs au moins.

IV | LES CONTREPARTIES  
| DE LA POSITION FRANC  
| DU SECTEUR ÉTRANGER

Nous distinguerons ici encore les opérations de la clientèle et les opérations du secteur bancaire.

A) *Les opérations de la clientèle* s'effectuent au comptant ou à terme, dans des conditions comparables à celles dont nous avons parlé pour le marché des devises.

Un pourcentage déterminé des règlements qui se font entre la France et l'étranger est libellé en francs. Aussi les encaisses de transactions et le volume des opérations, en francs, se sont-ils accrus.

B) *Les opérations du secteur bancaire* : les banques étrangères tirent parti des avoirs en francs qui leur sont abandonnés par la clientèle. Elles peuvent les céder à leur Institut d'Émission pour en demander la conversion dans leur propre devise ; elles peuvent également les conserver pour effectuer des placements à court terme sur le marché français.

Au cours de la période 1958-1964, le secteur bancaire français s'est trouvé perpétuellement endetté à l'égard des banques étrangères dont les avoirs en francs s'accroissaient régulièrement de 300 millions de francs environ par an. Or, ces avoirs détenus par les étrangers auraient pu présenter un caractère d'instabilité que nulle arme ne pouvait combattre ; aussi, les autorités monétaires décidèrent-elles, en 1965, de *permettre* aux banques françaises d'accorder des prêts en francs à l'extérieur pour se libérer de cette contrainte. Ainsi, sans que le volume des actifs étrangers en francs fût diminué, le secteur bancaire pouvait progressivement se désendetter en francs.

Avantage de cette opération : quel intérêt une banque

étrangère qui possède déjà des avoirs en francs a-t-elle à emprunter des francs à court terme, plutôt qu'à liquider ceux qu'elle possède ?

Les avoirs en francs des banques constituent la contrepartie d'opérations à terme de leur clientèle ou d'elles-mêmes ; elles forment donc le volant de trésorerie qu'elles tiennent à garder obligatoirement pour maintenir leur position sur le marché des changes.

Si elles ont des difficultés de trésorerie, elles trouvent ainsi avantage à emprunter des francs qu'elles échangeront contre leurs propres devises, améliorant leur liquidité.

Cette permission accordée aux banques françaises a eu tendance à réduire l'endettement net à l'égard de l'étranger en 1965.

En conclusion, la position extérieure nette du système bancaire est affectée simultanément par les opérations en devises, donc par les besoins au comptant ou à terme des nationaux en moyens de paiements sur l'étranger, et par les opérations sur les francs, c'est-à-dire par les besoins en francs des étrangers en moyens de paiements sur la communauté française.

L'existence de cette double incidence donne aux banques une possibilité d'action accrue dans leurs relations avec d'autres pays. Elles peuvent choisir l'un ou l'autre marché (1) comme lieu de leurs interventions. Prenons un exemple : au cours d'une crise de liquidité, les banques peuvent soit demander aux correspondants étrangers d'accroître le montant de leurs dépôts en francs, soit leur demander un prêt en devises étrangères.

Diverses considérations comme le niveau du taux d'intérêt, les volants de trésorerie devises, les positions à terme de la clientèle les inciteront à choisir l'une ou l'autre stratégie.

(1) Des devises ou des francs.

*Mécanisme des opérations  
mettant en relation  
le marché monétaire  
et le marché des changes*

Toutes les opérations extérieures ne donnent pas lieu à des transferts de moyens de paiements entre un pays et un autre. Les règlements peuvent s'effectuer par l'intermédiaire des comptes que les résidents et les non-résidents entretiennent réciproquement dans des établissements bancaires des pays avec lesquels ils ont des relations.

Nous verrons successivement :

- A) Les techniques du marché des changes.
- B) Le mécanisme des opérations monétaires externes.
- C) L'influence des opérations monétaires externes sur la liquidité des banques.

A | MARCHÉ DU COMPTANT ET MARCHÉ A TERME :  
TECHNIQUES DU MARCHÉ DES CHANGES

I | L'OFFRE ET LA DEMANDE RÉCIPROQUE  
DE MOYENS DE PAIEMENTS ÉTRANGERS

*1 - Le marché du comptant*

Comme nous l'avons vu, un certain nombre d'opérations est libellé en francs, d'autres choisissent comme instrument de paiement diverses devises.



Comme les opérations sont en général libellées dans la monnaie de l'exportateur, les importateurs français sont ainsi amenés à rechercher des devises sur le marché des changes, les exportateurs ne leur en fournissant qu'une partie ; les importateurs étrangers recherchent au contraire des francs pour les opérations libellées dans cette monnaie. Jusqu'à un certain point, des règlements en devises et en francs de sens contraire équilibrent ces recherches, mais il reste dans chaque pays un solde :

- en France un excédent de la demande de devises ;
- à l'extérieur un excédent de la demande de francs.

La confrontation de ces excédents de demande de devises et de francs se fait sur le marché des changes et *donne le cours du comptant* plus ou moins favorable à une devise selon qu'elle y est plus ou moins demandée. Comme nous le savons, les variations du cours du comptant ne peuvent pas excéder + ou — 0,75 % de la parité officielle de la devise, le Fonds de Stabilisation intervenant alors pour fournir les devises manquantes et en régulariser le cours.

Néanmoins, ces fluctuations sont suffisamment importantes pour modifier la rentabilité des relations commerciales ou financières mettant en relation les résidents et l'étranger. Aussi les particuliers et les organismes bancaires prennent-ils l'habitude *de réaliser des opérations à terme* pour ne pas risquer de perdre sur le change.

## 2 — Les opérations à terme

Les opérations à terme des particuliers dépendent des paiements qu'ils devront faire dans l'avenir, tandis que les opérations à terme des organismes bancaires dépendent de l'appréciation qu'ils se font de l'avenir de la devise et de leurs possibilités de placements découlant de leur plus ou moins grande liquidité en devises ou en francs.

A) *Les achats.* — Une place est « acheteuse » à terme tout d'abord si les particuliers ont à faire des paiements en devises (par exemple, la clientèle française est acheteuse à terme de

livres, même si cette monnaie inspire des inquiétudes, parce que les Français ont de très nombreux paiements à faire en sterling, cette zone leur fournissant une grande partie des matières premières qui leur est nécessaire).

Le système bancaire de son côté est acheteur à terme d'une devise, en contrepartie d'une vente au comptant de la même devise : ce qui signifie *soit* qu'il éprouve des difficultés internes qui l'obligent à se défaire d'une partie de ses devises pour se procurer des francs, *soit* qu'il escompte une hausse des cours étrangers, ce qui l'encourage à se procurer à bon compte une devise qui va augmenter, *soit*, enfin, que le taux d'intérêt pratiqué sur la place où a cours la devise est faible et qu'il diminue momentanément ses avoirs de cette monnaie.

B) *Les ventes.* — *Au contraire, une place est « vendeuse » à terme d'une devise, d'une part, si les particuliers n'ont pas l'usage futur de la devise, d'autre part, si le système bancaire a momentanément acheté au comptant cette devise pour faire un placement rentable commandé par une hausse du taux d'intérêt ou s'il pense que le cours de la devise va baisser sur le marché des changes et profite alors d'un cours plus favorable pour se défaire des devises qu'il possède.*

Toutes ces raisons font qu'une devise est plus ou moins demandée à terme et qu'une partie seulement des variations de cette demande dérive de la situation du pays dont cette dernière est la monnaie. Des difficultés propres au pays demandeur peuvent modifier l'incidence de ses opérations, alors même que les conditions économiques et monétaires ne se sont pas modifiées dans l'autre pays.

C) *La fixation des taux du marché à terme.* — *Le cours du terme vient de la confrontation à terme des offres et demandes de devises. Comment s'exprime-t-il ?*

Un pays opérant à terme désire, nous l'avons vu, en tirer profit ; mais le profit doit être réciproque, sinon les organismes bancaires de la place où se noue l'opération ne voudraient pas la réaliser.

— *Supposons que l'opération corresponde à un placement pour les banques françaises, le taux d'intérêt, à l'étranger, étant supérieur : le marché est vendeur à terme. En contre-*

partie, les banques acquièrent au comptant des devises au cours actuel. Elles placent ces devises au taux de la place étrangère, c'est-à-dire à un taux supérieur à celui qu'elles auraient obtenu en France, réalisant une opération rentable pendant la période du prêt. A l'échéance, elles vendront leurs devises, mais pour que la place étrangère trouve intérêt à conclure l'opération, le prix de vente doit être inférieur au prix d'achat : *c'est pourquoi le cours du terme est inférieur au cours du comptant*. Les banques françaises concèdent une baisse du cours des devises, puisqu'elles bénéficient d'un taux plus important que celui qu'elles auraient eu en France.

D) *Le report et le déport*. — L'écart entre les taux dépend donc étroitement de la différence des taux pratiqués sur les deux places monétaires ; on l'exprime en donnant le cours du terme par référence au cours du comptant en indiquant la valeur de l'écart inférieur ou supérieur, cette valeur étant exprimée par la différence des taux d'intérêt exprimée en pourcentage et en fonction de la période du prêt. Dans le cas d'un cours du terme inférieur au comptant, il y a *déport* : le déport sur une devise indique bien que la place est vendeuse de cette devise.

Dans le cas où le cours du terme est supérieur au cours du comptant, il y a *report* ; *le report indique que la place est acheteuse à terme* :

Dans l'opération que nous avons décrite tout à l'heure, la place de Paris effectuait un placement. Que se passe-t-il maintenant sur la place étrangère ?

Les banques étrangères reçoivent des francs en contrepartie de l'emprunt : elles sont donc acheteuses à terme de francs pour rembourser à l'échéance l'emprunt contracté ; or le prix de cet achat à terme est supérieur au prix du comptant. En effet, en se procurant des francs à un taux moindre que celui qu'elles auraient eu à payer sur leur propre marché monétaire, les banques réalisent un bénéfice et elles concèdent pour cela un avantage aux banques étrangères, en l'occurrence les banques françaises. Il y a donc pour les banques étrangères un *report* sur le franc, et le cours de cette monnaie à terme est supérieur au cours du comptant sur la place étrangère.

L'opération faite par la France est un placement qui rend

la place de Paris « vendeur à terme » : l'opération faite s'appelle *une prise en report* de devises contre francs.

L'opération faite par l'étranger accroît au contraire ses engagements à terme : la place est acheteuse à terme de francs. L'opération faite par elle est une *mise en report de francs* contre sa propre monnaie.

## B | LE MÉCANISME DES OPÉRATIONS MONÉTAIRES EXTERNES DU SYSTÈME BANCAIRE

Voyons maintenant quelle est la *technique utilisée par les banques pour faire communiquer leurs différents marchés monétaires par l'intermédiaire du marché des changes*.

### I | LES INSTRUMENTS DES OPÉRATIONS MONÉTAIRES EXTERNES DES BANQUES

Ces instruments sont leurs comptes en devises :

- les comptes en monnaie nationale de leurs correspondants étrangers ;
- les opérations de *swap* sur le marché des changes, qui permettent d'échanger temporairement deux monnaies entre elles, et de conclure à terme l'opération inverse.

*Prenons l'exemple suivant :*

Les banques françaises ont des difficultés de trésorerie. Elles désirent se procurer des liquidités supplémentaires en francs en faisant appel à l'étranger.

A) Le moyen le plus simple consiste pour elles à *liquider* leurs avoirs en devises auprès de l'Institut d'Emission. Celui-ci créditera leur compte en francs, accroissant ainsi leur liquidité.

Mais il peut y avoir un désavantage à faire cette opération, les banques françaises devant maintenir des liquidités en devises. En effet, elles peuvent penser que le cours de la devise s'élèvera et qu'elles auront plus tard à se procurer des devises à un cours désavantageux pour elles. Elles disposent alors d'un second moyen :

B) Elles peuvent demander aux banques étrangères de *maintenir dans leurs comptes de forts actifs en francs*. En d'autres termes, elles laissent se gonfler les comptes étrangers chez elles. Mais pour répondre à ce risque qui peut entraîner un afflux de capitaux flottants sur la place de Paris, les autorités monétaires répondent en interdisant la rémunération des comptes étrangers en France. Cette arme est couramment utilisée par les Instituts d'Emission des autres pays.

C) *Le troisième moyen consiste à se procurer des francs à l'aide de devises* par une opération provisoire qui se dénoue au bout d'un délai fixé à l'avance et dont les modalités sont fixées par un contrat à terme en sens contraire : cette double opération sur le marché des changes s'appelle un *swap*.

Les banques vendent des devises aux organismes bancaires étrangers. Ceux-ci pourraient évidemment payer ces devises avec leurs avoirs en francs dans les banques françaises, mais dans ce cas il n'y aurait pas de liquidités additionnelles dans les comptes des banques françaises. Il faut donc qu'ils acceptent de se porter acheteurs de francs sur le marché des changes pour faire naître des liquidités supplémentaires.

Une banque française peut également emprunter des devises qu'elle échange contre des francs en demandant une avance à une banque étrangère et en lui vendant les devises ainsi obtenues contre des francs. Elle améliore ainsi sa liquidité en francs sans diminuer sa liquidité en devises.

Le *swap* constituant ce que l'on appelle une opération « croisée », celle-ci est dénouée à l'échéance par une opération en sens inverse : la France qui était au départ vendeuse au comptant de devises étrangères contre francs devient alors acheteuse à terme contre francs en appréciant le cours de la devise et en faisant apparaître un report sur la devise.



*L'avantage de l'opération est double :*

— Tout d'abord elle est provisoire, et à court terme, elle sert donc bien de support à des opérations à court terme entre marchés monétaires.

— A aucun moment, les banques ne peuvent se trouver en position de change, donc les opérations de *swap* ne sont pas déséquilibrantes pour la monnaie : au contraire, elles intervertissent au terme de l'opération le sens des mouvements internationaux de capitaux. Aussi certaines banques centrales n'hésitent-elles pas à les pratiquer directement.

Les marchés monétaires nationaux communiquent donc par l'intermédiaire des opérations monétaires externes des banques. Voyons quels avantages ils tirent de cette confrontation.

## II | INFLUENCE DES TAUX DU MARCHÉ A TERME

### *1 - La régularisation des taux des marchés monétaires*

Les opérations monétaires externes peuvent contribuer à stabiliser le taux des différents marchés monétaires en offrant aux banques des liquidités ou des moyens de placements autres que ceux qui dérivent de la situation monétaire interne. Ainsi les banques, en trouvant sur le marché des changes des disponibilités en volume suffisant pour améliorer leur liquidité, évitent de faire monter le taux du marché monétaire à des niveaux trop élevés, en France le taux du super-enfer. Elles économisent en outre des actifs qui servent normalement de contrepartie aux opérations du marché monétaire interne, évitant de perdre tout le bénéfice de leurs opérations. Ainsi le coefficient de trésorerie qui fut une arme très sûre pour agir sur la liquidité interne des banques fut totalement inopérant dans le contrôle de leurs opérations externes.

Il n'est donc pas étonnant que les années 1963 et 1964 qui virent les banques faire l'expérience du Plan de Stabilisation, furent celles où les opérations extérieures engagèrent le plus les banques à l'égard de l'étranger.

Les places qui, au contraire, ont une activité économique interne relativement faible et des disponibilités monétaires

élevées, évitent la chute de leur taux d'intérêt en entretenant une intense activité sur le marché monétaire international. C'est le cas de la Suisse par exemple.

Ceci sera d'autant plus vrai que les banques auront plusieurs possibilités d'action telles que celles que nous avons précédemment décrites. Mais celles-ci ne devinrent la règle en France qu'après la libéralisation des changes, et c'est un ensemble de contraintes extérieures que les banques eurent d'abord à subir. Ces contraintes étaient d'ailleurs considérées comme normales tant le système bancaire était habitué à recevoir sa manne de liquidité de l'Institut d'Emission à la fois pour ses besoins internes et ses besoins externes.

Aussi, *la libéralisation progressive des relations extérieures*, la possibilité de faire à partir de 1965 des opérations de *swap* pour leur propre compte et le fait que ces opérations puissent améliorer leur trésorerie, leur apparurent-elles d'abord comme une prérogative exorbitante dont elles usèrent avec la peur secrète de ne pas être dans la légalité.

Pourtant les avantages tirés de ces opérations en pleine crise interne de liquidité et le fait que l'Institut d'Emission parût trouver normaux les états de trésorerie en devises qui lui étaient communiqués, puis l'autorisation de faire des opérations en francs avec l'étranger, furent autant d'étapes qui permirent aux banques de considérer leurs opérations sur le marché monétaire international comme une source supplémentaire de liquidités.

La libéralisation complète des changes intervenue en décembre 1966 montre bien que cette considération avait été pesée à la balance de l'intérêt général et que cette fonction du marché monétaire externe était reconnue conforme à la politique monétaire de la France.

## *2 – L'unification des taux des marchés monétaires*

Tout aussi importante apparaît, en second lieu, la fonction d'unification des taux des différents marchés monétaires, par l'intermédiaire du taux du marché à terme.

Nous avons vu, en effet, que lorsque les places monétaires accusent des différences de taux importantes, le *taux du marché*

à terme en constitue l'intermédiaire, de telle sorte que le pays qui sollicite un prêt à court terme à l'extérieur paiera pour celui-ci un taux inférieur au taux pratiqué sur son marché, tandis que le pays prêteur obtient pour son placement un taux supérieur à celui qui est pratiqué sur le sien.

On peut, dès lors, admettre que par le jeu de ces opérations à court terme il n'y ait plus qu'un *taux international pour les liquidités*, et que celles-ci se répartissent au mieux des besoins des différentes places monétaires assurant à chacun un bénéfice maximum : le meilleur prix à l'emprunt pour l'emprunteur, le taux le plus élevé pour le prêteur.

Or, voilà la qualité essentielle qui nous a permis de définir le terme « marché monétaire ». Nous avons dit qu'il assurait, à l'échelon national, l'ajustement des offres et demandes de fonds prêtables, à quelque niveau que se situent l'offre et la demande.

De la même manière, le marché monétaire international se réalisant à travers les opérations monétaires externes du système bancaire dirigerait les « liquidités internationales » au point où elles seraient les plus désirées et les plus rentables.

Il reste à débattre d'un problème corollaire du précédent. Cette redistribution des liquidités par l'intermédiaire des opérations à court terme des banques réalise-t-elle en même temps le rééquilibre des paiements internationaux ?

### III | INCIDENCE DES OPÉRATIONS MONÉTAIRES EXTERNES | SUR L'ÉQUILIBRE INTERNATIONAL

Nous avons vu en commençant cette analyse que les données de la balance des paiements étaient modifiées par les opérations monétaires des banques.

L'effet en a-t-il été déséquilibrant ou rééquilibrant pour les paiements internationaux ? Force nous est de constater en regardant la seule balance des paiements française que les opérations des banques ont aggravé le déséquilibre des paiements extérieurs, en accentuant les entrées de devises sur le territoire français ; pendant la même période, les pays déficitaires comme les Etats-Unis et la Grande-Bretagne subissaient

des attaques contre leur monnaie matérialisée par les sorties de capitaux à court terme (1).

Il faut pourtant rendre cette justice aux banques, qu'une partie de leurs attaques étaient lancées sur ordre de leur clientèle, plus sensible à tout argument purement spéculatif, dominée par des motifs psychologiques dont nous avons déjà dit qu'ils étaient imprévus. Ainsi, les Français qui avaient, en 1967, la monnaie la mieux gagée du monde aimaient-ils détenir des livres, la monnaie la plus contestée ; c'est pourquoi un retournement de leur position en livres pouvait être catastrophique pour cette dernière.

Les opérations du système bancaire sont au contraire mieux motivées, puisque les banques obéissent largement aux incitations des taux d'intérêt. Mais leurs opérations sont aussi commandées par le souci de la rentabilité maximum de la devise qu'elles possèdent et il y aurait, pour elles, quelque philanthropie à conserver des actifs importants en monnaie dépréciée.

Nous allons voir successivement ces deux motifs et analyser leur effet du point de vue de l'équilibre des paiements internationaux.

A) *Les opérations conditionnées par les différences de taux d'intérêt* sont-elles rééquilibrantes ? Certes, oui, dans une optique ricardienne, le taux d'intérêt étant lié aux flux monétaires dépendant eux-mêmes des paiements extérieurs. Dans certains pays, où l'incidence des opérations externes est déterminante, du fait des relations commerciales qu'ils nouent avec l'étranger (c'est le cas des Pays-Bas) ou des impératifs commandés par leur situation financière dans le monde (le Royaume-Uni par exemple), les variations du taux d'intérêt sont commandées par les variations de la balance.

On trouve pour beaucoup d'autres pays des situations fondamentalement différentes où les taux d'intérêt sont commandés par la situation économique interne et répondent aux objectifs suivants : lutte contre l'inflation ou relance de l'expansion.

(1) En sens contraire, la crise financière de novembre 1968 a montré comment les sorties de capitaux aggravaient le déséquilibre de la balance extérieure française.

Ces politiques de taux ne sont d'ailleurs pas toujours opposées aux exigences de la situation extérieure. On trouve les objectifs cohérents suivants :

— Balance extérieure excédentaire et faible taux d'intérêt décidé en vue du maintien de l'expansion.

— Balance déficitaire due à la hausse des prix intérieurs et hausse du taux d'intérêt destinée à combattre l'inflation.

Mais on trouve également des politiques monétaires en contradiction flagrante avec les politiques extérieures :

— Balance des paiements déficitaires et faible taux d'intérêt : Etats-Unis en 1960.

— Balance excédentaire et taux d'intérêt élevé : c'est le cas de la France en 1963.

On peut conclure que si les mouvements mondiaux de capitaux à court terme conduits par les différences de taux d'intérêt sont souvent rééquilibrants, les exceptions à cette règle sont suffisamment importantes pour qu'on n'attache pas une confiance aveugle à leur effet.

B) *Mais les mouvements de capitaux sont en outre commandés par les variations attendues des cours du change.* — Les monnaies fortes serviront de refuge aux capitaux flottants, et les places dont le déséquilibre des paiements extérieurs a réduit les réserves de change verront fuir les capitaux à court terme qui précédemment s'y étaient investis.

Ce second motif, qui joue dès qu'un danger plane sur une monnaie et qu'une dévaluation apparaît comme possible, est au contraire profondément déséquilibrant pour les relations monétaires internationales.

Il faut toutefois faire une réserve pour les pays de la Communauté, les monnaies des six partenaires du Marché Commun ne pouvant être dévaluées sans un accord de la C.E.E. Ceci limite dans le cadre du Marché Commun toute spéculation sur les devises, et diminue considérablement l'incidence de ce deuxième effet.

Quoi qu'il en soit, les opérations du système bancaire ne sont pas rééquilibrantes des paiements internationaux et la politique monétaire des pays, ainsi que les organismes internationaux, doivent continuer à assurer les financements compensatoires qui s'avèrent nécessaires.



C | L'INFLUENCE DES OPÉRATIONS  
MONÉTAIRES EXTERNES DES BANQUES  
SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE INTERNE

Nous nous sommes jusqu'à présent appliqués à démontrer les mécanismes et les rouages qui permettent la mise en communication du marché monétaire français et des marchés étrangers, en insistant sur l'influence que ces diverses opérations pouvaient avoir sur la liquidité interne du système bancaire.

Il convient maintenant d'analyser la portée exacte de ces opérations, d'en déterminer l'importance eu égard aux autres facteurs de liquidité, d'en contrôler la cohérence (car pour entrer dans le domaine de la prévision bancaire, il convient que les mouvements obéissent à une certaine logique), enfin, de déterminer si le système bancaire lui-même peut exercer un pouvoir direct sur les mouvements de capitaux à court terme internationaux ou si ceux-ci se révèlent en grande partie indépendants.

Pour cela, nous essayerons de déterminer s'il existe une corrélation entre l'évolution de la position à terme des banques et l'évolution du marché monétaire. Nous mesurerons ensuite l'importance des opérations monétaires externes des banques parmi les autres facteurs de liquidité bancaire.

I | L'ÉVOLUTION DE LA POSITION MONÉTAIRE EXTERNE  
DES BANQUES  
ET L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Pour conduire et comprendre cette analyse, il est indispensable de disposer des renseignements les plus détaillés possible sur l'évolution de ces opérations. En effet, par leur nature même, nous l'avons souvent dit, elles apparaissent et disparaissent très vite dans les états bancaires : des statistiques mensuelles sont donc indispensables. Malheureusement, de

telles statistiques si elles existent ne sont pas mises à la disposition du public. Heureusement, cette lacune est partiellement comblée par l'existence de graphiques publiés par le ministère des Finances (1) qui, en toute logique, prennent comme période unitaire le mois.

En suivant la progression des courbes qui nous sont offertes, nous nous trouvons en possession de renseignements précieux : en abscisse, la date exacte d'infléchissement de la tendance, et, en ordonnée, des ordres de grandeur indiquant son importance.

### 1 - Lecture du graphique 10

Le graphique décrit le retournement de la position à terme des banques françaises entre 1964 et 1965. Cette période est en effet riche de renseignements.

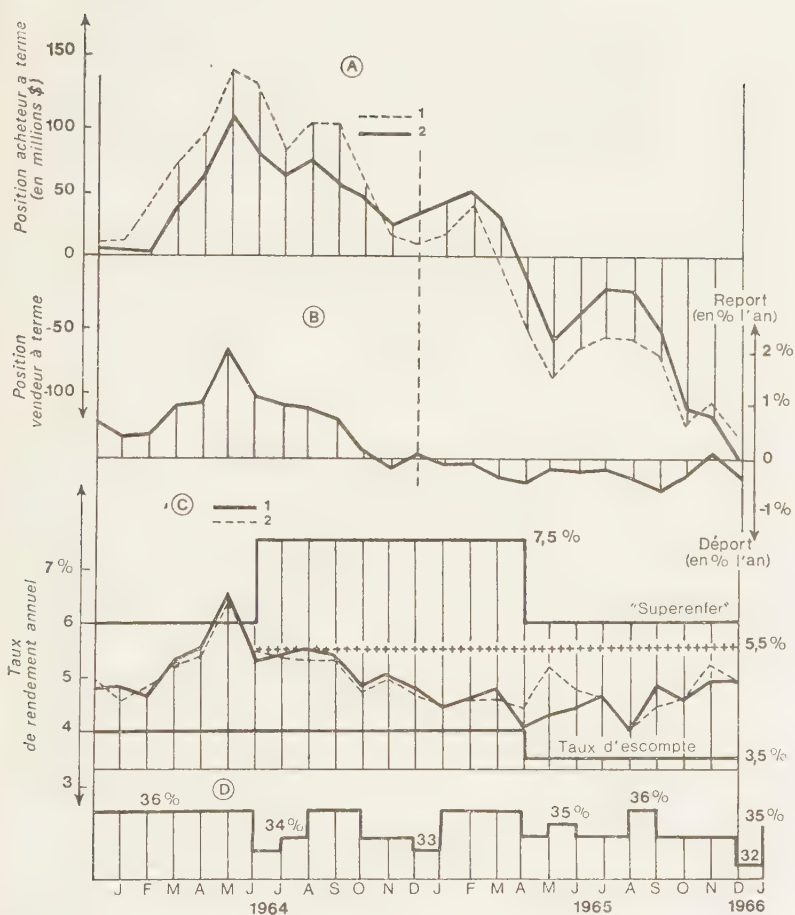
Il y a, en fait, quatre graphiques superposés que nous verrons successivement :

a) Le premier petit graphique (A) suit la variation de la position à terme des banques. La position acheteuse à terme dépeint une situation emprunteuse des banques françaises sur les places étrangères (voir *supra*). La position vendeuse indique au contraire que les banques sont créancières de l'étranger. Nous constatons en outre que la position des banques est de première importance dans la position globale puisque, supportant l'incidence des opérations de la clientèle, elle est en général d'ampleur moindre, tant en position vendeur qu'en position acheteur.

b) Le deuxième graphique (B) reprend l'évolution du cours du dollar à trois mois sur le marché français calculé en pourcentage par rapport au taux du comptant, c'est-à-dire en indiquant le taux de report, lorsque les banques sont acheteuses, et le déport, lorsque les banques sont vendeuses. Ainsi en mai 1964, les banques françaises étant à bout de souffle, leurs achats firent monter le cours à terme du dollar à 4,92 alors qu'il était à 4,90 au comptant. Le report était de 2 %.

c) Le troisième graphique (C) donne le taux de rentabilité des placements à trois mois, c'est-à-dire qu'il confronte le

(1) *Statistiques et Etudes financières* (voir notre bibliographie).



Graphique 10. — Evolution de la position à terme des banques et évolution du marché monétaire français

(A) Position à terme des banques françaises : 1, Position à l'égard des correspondants étrangers ; 2, Position globale.

(B) Cours du dollar à trois mois (par rapport au cours au comptant).

(C) Taux de rendement des placements à trois mois : 1, Sur le marché français (pensions) ; 2, Sur le marché de l'Euro-dollar (compte tenu couverture à terme).

(D) Modifications du coefficient de trésorerie.

taux de marché monétaire interne et le taux de rentabilité de l'euro-dollar qui est considéré comme le plus représentatif du taux du marché monétaire international.

On constate, et cela doit être noté tout de suite, qu'il y a une corrélation presque parfaite entre les deux taux. Il nous appartiendra de déterminer lequel a joué le rôle de taux directeur.

d) Enfin, le dernier graphique (D) nous donne le niveau du coefficient de trésorerie sans lequel ne pourrait pas être expliquée une telle crise de liquidité des banques françaises.

## 2 - Commentaire

On est évidemment frappé par la similitude de comportement *de la position à terme des banques, du cours du dollar à terme, du taux de rentabilité de l'euro-dollar et du taux du marché monétaire*. On peut dès lors se demander quel a été le taux ou la tendance directrice ? Nous allons comparer tout d'abord le taux du dollar à terme et le comportement à terme des banques, puis confronter les taux des différents marchés monétaires.

a) Il est certain que c'est le maintien du coefficient de trésorerie au taux de 36 % depuis la fin de l'année 1963 qui a entraîné la crise de trésorerie bancaire de mai 1964. Il est tout aussi évident que c'est l'accroissement de la position acheteuse des banques qui a entraîné la montée du cours à terme du dollar. Or, que pourrait indiquer pour une devise quelconque une telle remontée de son taux à terme ? Que l'on espère sa réévaluation, que sa demande va s'accroître ? Non pas dans la conjoncture qui nous occupe, et ceci d'autant plus que pendant toute cette période le taux du franc au comptant était à son plafond. *Le coût élevé du dollar à terme résultait bien de la crise de trésorerie* que traversaient les banques françaises.

Le renversement du mouvement résulte bien de la baisse du coefficient de trésorerie et il suffit d'une pause de deux mois pour que la liquidité s'améliore. A une hausse nouvelle du coefficient de trésorerie ne correspond qu'une progression passagère de la position à terme des banques. Les banques, néanmoins, restent acheteuses pendant toute l'année 1964, le solde

des opérations étant de l'ordre de 140 millions de dollars pour le mois de mai.

Nous constatons, *au contraire*, que le renversement de la tendance, c'est-à-dire le passage d'une situation acheteuse des banques à une position vendeuse, est conditionné par la hausse du taux du dollar à terme. Le taux du marché monétaire français se stabilise et un déport apparaît bientôt sur le dollar, rendant intéressants les placements sur le marché international.

Néanmoins, l'ampleur du mouvement de sortie des capitaux continue à dépendre étroitement du coefficient de trésorerie.

b) La comparaison du taux des marchés monétaires à terme internationaux montre que le taux du marché international des liquidités *est bien un taux intermédiaire entre les taux des différentes places monétaires*. Il suit étroitement le cours du marché monétaire français pendant la crise française, puis s'en éloigne pour rejoindre le taux du marché monétaire américain, après l'élévation du taux d'escompte aux Etats-Unis en novembre 1966. Le taux du marché des euro-dollars tient compte de la couverture à terme, c'est-à-dire qu'il diffère du cours du dollar à terme de la valeur du report ou du déport. Or, le déport étant très limité, le taux de l'euro-dollar a suivi assez étroitement le taux du marché américain, rendant le placement très intéressant pour la France, ce qui explique l'importance du mouvement. Au cours des derniers mois de l'année 1965, les prises en report de la France dépassèrent en volume les mises en report qu'elle avait été obligée de faire en mai 1964.

En conclusion, on peut dire qu'une place monétaire peut commander le volume des opérations qu'elle traite avec l'étranger et trouver les liquidités dont elle a besoin à condition que sa monnaie soit *stable*, afin que les mouvements internationaux obéissent sans restriction aux différences de taux d'intérêt.

Dans notre exemple, en effet, le taux du marché monétaire international suit l'incitation des taux des deux places qui, à un titre ou à un autre, montrent un besoin de liquidité. S'il n'en est pas ainsi, c'est la Banque centrale et non plus le système bancaire qui est forcée d'intervenir.

Mais en outre, pour influencer le taux du marché monétaire international, une place doit y traiter *un volume d'opérations*



*important.* Il est évident que c'est le nombre et le volume des opérations traitées par la France en euro-dollars qui lui ont permis de jouer un rôle déterminant sur ce marché.

— Quant aux opérations en devises des banques françaises, on constate que, dans la première période, c'est la liquidité ou plutôt le manque de liquidité interne qui a dirigé ces opérations et que, dans la deuxième période, c'est le taux élevé des placements extérieurs qui en est la motivation essentielle. Toutes ces conclusions rejoignent notre analyse. Il reste maintenant à apprécier l'importance quantitative de cet apport de liquidité.

## II | INFLUENCE | DES OPÉRATIONS MONÉTAIRES EXTÉRIEURES | SUR LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

### *1 – Les sources de liquidité*

Rappelons d'abord le principe : à tout accroissement des avoirs en devises des banques correspondent une restriction de leur liquidité interne et un accroissement de leurs placements sur les marchés monétaires étrangers.

À tout accroissement de l'endettement extérieur net correspondent de plus grandes facilités en francs pour le système bancaire français, c'est-à-dire des emprunts sur les marchés monétaires internationaux.

Mais pour apprécier l'incidence exacte des opérations sur les marchés extérieurs, il ne suffit pas de connaître les opérations du système bancaire. Le secteur public peut également, par ses opérations en devises étrangères, accroître ou diminuer la liquidité bancaire.

— Dans tous les pays, les gouvernements ont coutume de faire directement des opérations de prêts, d'emprunts, de paiements divers à l'étranger. Les *opérations extérieures du Trésor public* indiquent quelle est la part du secteur public dans les mouvements de devises.

— Dans de nombreux pays européens, les banques centrales elles-mêmes pratiquent des opérations de *swap* sur le

marché des changes. A titre documentaire, nous étudierons leurs interventions.

A) *Le Trésor public.* — Lorsque le Trésor public effectue un remboursement, circonstance qui s'est présentée de nombreuses fois au cours des années récentes, ou un placement, il s'adresse aux banques pour se procurer des disponibilités en devises. Celles-ci trouvent donc à l'intérieur du pays une occasion de se procurer des francs.

Aussi, un placement du Trésor public ou un remboursement a-t-il l'effet inverse d'un placement du secteur bancaire : il accroît la liquidité de ce dernier.

Lorsque le Trésor public emprunte ou reçoit un remboursement, il vend les devises obtenues au Fonds de Stabilisation des Changes, accroissant le volume de monnaie en circulation.

Ainsi, les opérations du Trésor ne diminueraient la liquidité de l'économie que s'il achetait des devises au Fonds de Stabilisation des Changes dans l'hypothèse où les banques n'en posséderaient pas. Même dans ce cas, la liquidité des banques elles-mêmes n'en serait pas affectée directement.

Aussi, l'influence des opérations en devises du secteur public est-elle, au cours des années récentes, toujours favorable à la liquidité des banques.

B) *Les Banques centrales.* — Comme nous l'avons vu, certaines Banques centrales étrangères sont intervenues directement sur le marché à terme pour agir sur la liquidité interne, accordant à leurs banques des taux préférentiels de rachat de leurs devises à terme de façon à éponger un excédent de liquidité bancaire. La Banque d'Angleterre est au contraire intervenue pour soutenir le cours du sterling à terme. Le fait que les Instituts d'Emission interviennent ainsi sur le marché à terme et utilisent cette arme à côté de l'*open market* pour atténuer la liquidité bancaire, montre que, dans certains pays où ces opérations sont libres depuis longtemps, elles ont une incidence suffisamment importante pour inciter l'Institut d'Emission à agir à armes égales (1).

(1) On notera que la Banque de France a utilisé cette arme en novembre 1968 pour faire face aux départs massifs de capitaux à court terme vers l'étranger.

2 - *Influence des opérations extérieures  
à court terme des banques sur leur liquidité interne :  
Etude de la période de 1964-1965*

Pour apprécier enfin l'appui réel apporté par les opérations extérieures des banques à leur problème de trésorerie interne, il faudrait non pas des statistiques trimestrielles telles qu'elles sont publiées, ni même mensuelles telles qu'elles sont fournies par elles aux autorités monétaires. Mais il faudrait connaître au jour le jour le montant des opérations : or, seuls les établissements bancaires eux-mêmes pourraient donner des éclaircissements sur ces données. Seuls, en effet, ils connaissent le montant exact de l'apport qu'ils ont demandé en période de crise au marché monétaire international. Ainsi, lorsque le taux du dollar à terme accuse en mai 1964 un déport de 2,5 % et que le solde mensuel des opérations extérieures est voisin de 140 millions de dollars, on peut imaginer qu'entre le 30 avril et le 31 mai, un solde encore plus important a pu être constaté dans les opérations au jour le jour des banques, solde qui a disparu dans la moyenne du mois et les états de fins de mois.

— Des études sur l'apport des opérations externes à la liquidité interne sont effectuées régulièrement à la Banque de France.

Les conclusions de leurs rapports sont que si, mois par mois, on peut constater une importance réelle des opérations des banques, les récapitulations annuelles démontrent que finalement l'apport est faible eu égard aux interventions de la Banque de France.

Le tableau ci-après met cette observation en évidence.

— *Mise au point du tableau (1).*

Les chiffres que nous citons ont été tous publiés : ceux des mois de mai 1964 et octobre 1965, dans *S.E.E.F.* de septembre 1966. Les chiffres de décembre et les récapitulations annuelles se trouvent dans les analyses de la balance des paiements.

(1) Nous nous référons volontairement aux chiffres de périodes « normales » et non à des chiffres plus récents.

Les données purement monétaires sont tirées des Rapports du Conseil National du Crédit (Rapports annuels et trimestriels).

| <i>Opérations en devises des banques</i>                                 |                   |                  |                   |                  |
|--------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|
| <i>Variations</i><br><i>en milliards de francs</i>                       | <i>Mai 1964</i>   | <i>Déc. 1964</i> | <i>Oct. 1965</i>  | <i>Déc. 1965</i> |
| Billets en circulation .....                                             | + 0,44            | — 2,45           | — 0,15            | — 2,47           |
| Opérations en devises étrangères .....                                   | + 0,84            | + 0,87           | + 0,39            | + 0,33           |
| Opérations du Trésor .....                                               | — 0,48            | + 0,74           | — 1,95            | + 1,23           |
| Divers .....                                                             | — 0,13            | — 0,12           | + 0,50            | — 0,34           |
| <b>Total .....</b>                                                       | <b>+ 0,67</b>     | <b>— 0,96</b>    | <b>— 1,21</b>     | <b>— 1,25</b>    |
| Apport des institutions du réescompte .....                              | 0                 | + 0,96           | + 1,21            | + 1,25           |
| Part des opérations monétaires des banques dans la variation totale..... | + 0,22            | + 0,04           | — 0,27            | — 0,16           |
|                                                                          | <i>Total 1964</i> |                  | <i>Total 1965</i> |                  |
| Billets .....                                                            | — 3,76            |                  | — 4,63            |                  |
| Devises .....                                                            | + 5,40            |                  | + 5,87            |                  |
| Trésor .....                                                             | — 1,99            |                  | — 3,94            |                  |
| Divers .....                                                             | + 0,29            |                  | — 0,07            |                  |
| <b>Total .....</b>                                                       | <b>— 0,06</b>     |                  | <b>— 2,77</b>     |                  |
| Institutions réescompte ....                                             | — 0,06            |                  | — 2,77            |                  |
| Opérations des banques ...                                               | + 0,18            |                  | — 0,94            |                  |

Sources pour l'établissement de ce tableau : *Rapports du Conseil National du Crédit (XIX<sup>e</sup> et XX<sup>e</sup>)*.

### — Observations.

On peut évidemment considérer qu'à partir d'un aussi petit nombre de données il est difficile de tirer des conclusions générales. Nous renvoyons à notre graphique de la page 255 pour trouver des indications supplémentaires sur le volume des opérations, mois par mois, pendant toute l'année 1964 et l'année 1965.

On peut également juger la période étudiée un peu courte, mais la libéralisation des relations extérieures a elle-même été de courte durée. Il reste cependant que dans ce domaine très fluide des relations à court terme une infinité de situations possibles se présentent dans un temps relativement court. En outre, la période de référence a l'avantage de présenter un retournement des tendances du marché monétaire inter-

national qu'il est intéressant d'étudier. Enfin, aucune de nos observations ne sera exagérée par rapport à ce qui sera désormais, puisque l'élargissement des possibilités des banques doit accroître le volume de leurs opérations.

Le choix des données n'a pas été systématique, nous l'avons déjà dit, mais il permet, en s'aidant toutefois des indications données par le graphique ci-dessus, de tirer quelques conclusions intéressantes.

Enfin, il conviendra de prendre garde à la signification des soldes annuels dans ce domaine. Etant évidemment calculés par addition des soldes mensuels de sens contraires, ils s'annulent en grande partie au cours de l'année. Ils ne sont donc absolument pas caractéristiques de l'appoint fourni par les opérations extérieures du système bancaire, à une exception près : un pays peut, au cours d'une période assez longue, assurer son équilibre monétaire grâce à l'appoint des capitaux à court terme venus de l'extérieur (1). Dans ce cas, le solde annuel de son engagement externe donne une idée très nette de cette situation. Mais si une place ne demande au marché international qu'un appoint périodique, cet apport qui peut être intéressant puisque l'illiquidité française est relativement marginale, peut difficilement être apprécié au travers des chiffres annuels.

— *Commentaire.*

a) La première conclusion à tirer de l'étude de ces chiffres est qu'il ne faut pas sous-estimer l'apport ou le retrait de liquidité qu'entraînent pour le marché français les opérations extérieures des banques. Celles-ci ont par exemple constitué en 1964 un appoint négligeable : 140 millions en 1964 représentent un point de coefficient de trésorerie. On constate qu'en mai 1964 les banques qui ont dû se passer de l'apport de la Banque de France ont trouvé dans ces opérations externes 1/4 de l'accroissement de liquidité constaté dans le mois. Au contraire, en octobre 1965, les placements externes des banques contribuent à la diminution de liquidité pour 1/3 du total.

Evidemment, nous ne devons pas perdre de vue que ces

(1) Dans la critique du G. E. S., J. Rueff reproche aux Etats-Unis de pratiquer cette politique.



mois sont exceptionnels. Mais les opérations sont utiles et intéressantes justement dans les situations exceptionnelles.

b) Nous avons également confronté, pour nous conformer aux conclusions des analystes de la Banque de France, l'apport de l'extérieur et l'apport de la Banque de France. On peut évidemment constater que le solde annuel des opérations extérieures des banques paraît négligeable à côté de l'apport de l'Institut d'Emission. Toutefois, pour l'année 1964, il représente le triple de l'apport de l'Institut d'Emission. Il faut pourtant rappeler que les interventions de celui-ci ont toujours été au cours de ces deux années à sens unique, la politique d'*open market* pratiquée par la France se bornant jusqu'à présent à fournir des liquidités aux banques. Au contraire, les opérations des banques avec les correspondants étrangers sont à double sens. Il est donc sans objet de les confronter autrement que mois par mois. Rappelons que dans la conception que nous avons adoptée, nous attendons du marché monétaire non pas qu'il se substitue à l'Institut d'Emission, mais qu'il assure l'ajustement de déséquilibres passagers. De même, les opérations externes des banques peuvent procurer des liquidités manquantes à un moment donné ou assurer un placement de disponibilités à un autre moment. Comment l'Institut d'Emission considère-t-il cette fonction ? C'est ce que nous allons voir maintenant.

### III | L'ATTITUDE DES AUTORITÉS MONÉTAIRES | A L'ÉGARD DES OPÉRATIONS MONÉTAIRES EXTERNES | DU SECTEUR BANCAIRE

Le problème que nous nous sommes posé en commençant ce chapitre est le suivant : les opérations extérieures des banques peuvent-elles constituer pour les banques un moyen d'échapper à la politique monétaire interne ? Ce marché constitue-t-il la source de liquidité supplémentaire qui permettrait d'échapper à la tutelle de l'Institut d'Emission ?

Nous croyons avoir suffisamment montré au cours de notre étude que le marché monétaire doit être assuré de l'appoint régulier et modéré de l'Institut d'Emission, sans que celui-ci

soit considéré comme un droit ou un « avoir potentiel » acquis à l'avance. L'Institut d'Emission assure l'équilibre des banques par son apport final de liquidité. Mais il peut choisir un équilibre de restriction ou un équilibre d'aisance.

Or, nous venons de le voir, les opérations extérieures s'adaptent avec une élasticité de réponse parfaite à telle ou telle forme d'équilibre. Elles assument donc, au sein des opérations de trésorerie des banques, une fonction privilégiée et rééquilibrante particulièrement efficace. Elles fournissent un emploi tout aussi prompt et tout aussi rentable lorsqu'un répit interne se manifeste. Dans un sens comme dans l'autre, elles trouvent des taux plus avantageux que le taux interne.

— *Avantages de ces opérations.*

Les autorités monétaires peuvent-elles considérer que, même dans le cadre d'une politique de restriction de crédit, ces opérations présentent encore des avantages ? Sûrement, si ces mouvements de capitaux sont cantonnés dans des limites modérées. Imaginons une politique de restriction de crédit, en vertu de laquelle l'Institut d'Emission limite son apport. En trouvant à l'étranger des subsides supplémentaires, les banques peuvent franchir des passes difficiles, mais s'imposent en même temps de dénouer leur engagement à échéance assez rapprochée. Autrement dit, elles prennent la responsabilité d'emprunter, et s'obligent à un remboursement. La liquidité bancaire, momentanément accrue, se résorbe normalement à l'échéance, et les directives globales de l'Institut d'Emission sont observées. Au contraire, le recours à la Banque de France aurait, dans la plupart des cas, déchargé les organismes bancaires de leur problème de liquidité. Dans cette optique, les opérations extérieures à court terme se situent dans le cadre des normes nouvelles de la politique monétaire qui concède aux banques des responsabilités supplémentaires.

— *Inconvénients de ces opérations.*

Au contraire, si les opérations extérieures des banques entraînent de véritables importations ou exportations de capitaux, elles mettent gravement en péril la monnaie et l'économie.

A) *Les importations de capitaux*, si elles ont un caractère permanent, engendrent dans le pays qui les subit une « inflation importée » génératrice de troubles économiques et sociaux. Il est donc bon, non point de ne pas tolérer des entrées perpétuelles de capitaux sur le territoire, mais de ne pas tolérer de soldes négatifs des opérations extérieures. Ce qui faisait la richesse de la place de Londres au XIX<sup>e</sup> siècle était bien le pouvoir d'attraction qu'elle exerçait sur les capitaux disponibles du monde entier. Mais sa solidité résidait dans l'organisation qu'elle détenait seule et qui lui permettait de replacer intégralement ce qui lui était ainsi prêté.

— Les importations de capitaux, en second lieu, s'opposent à la mise en œuvre des politiques monétaires internes. Lorsque les autorités monétaires désirent agir sur la liquidité monétaire, elles doivent pouvoir s'opposer à l'entrée de capitaux qui contrecarre l'effet de leur politique.

— Enfin, des importations de capitaux qui accroissent inconsidérément les soldes étrangers dans les comptes des banques françaises font peser sur la monnaie et l'économie une menace constante. Un retrait est toujours possible et les capitaux flottants sont particulièrement sensibles à la conjoncture. Le retrait de capitaux flottants entraînerait d'abord pour les banques un déséquilibre de trésorerie qui les amènerait à diminuer leurs crédits à l'économie, et à provoquer une crise grave. Il est donc particulièrement important de pouvoir, non pas isoler son économie de l'extérieur, mais éviter des engagements nets trop importants. A la limite, les retraits de devises, si ces dernières ne sont pas couvertes par des réserves officielles de change suffisantes, menacent directement la monnaie elle-même.

B) *Les exportations de capitaux* de leur côté présentent, si elles sont continuellement défavorables à un même pays, de graves dangers.

— Elles peuvent aggraver de tout le poids de la spéculation internationale les déséquilibres de la balance des paiements. C'est une situation que la France a bien connue avant les deux dernières opérations de stabilisation du franc. Les résidents français utilisaient tous les moyens légaux ou autres pour conserver les devises dont ils pouvaient avoir la disposition. Ils « restaient » sur la devise, privant les réserves officielles

d'un apport qui leur aurait été précieux. On peut rappeler, par exemple, que les réserves officielles de change étaient nulles en 1956, et que le Fonds de Stabilisation des Changes fut obligé de négocier à l'étranger une fraction de la réserve légale d'or de la France pour se procurer des moyens de paiement sur l'étranger.

— Plus gravement encore, elles peuvent amener une crise financière internationale : si elles touchent des pays qui jouent un rôle important sur les marchés mondiaux de capitaux. Un pays qui constate de nombreux retraits de capitaux étrangers peut être amené à dénoncer lui-même un certain nombre de ses prêts à l'extérieur comme le firent les banques américaines au moment de la crise de 1929, exportant ainsi la crise dans le monde entier.

Ces dangers que peut entraîner un dérèglement des opérations à court terme des banques se retrouvent dès que l'on abandonne le contrôle des changes, avec la même vigueur qu'entre les deux guerres mondiales. Il faut donc des remèdes à ces périls, et des armes pour les autorités monétaires.

#### *Problèmes posés*

*par la surveillance des flux internationaux  
de capitaux à court terme*

Avec la libéralisation des relations internationales, les autorités monétaires doivent assumer un rôle nouveau : le contrôle des opérations extérieures des banques. Quant à la politique monétaire, elle n'a plus pour seul souci « d'assurer l'expansion dans la stabilité », mais bien d'assurer l'équilibre des paiements intérieurs et extérieurs.

*Dès lors, deux problèmes vont se présenter.* — Les autorités monétaires sont-elles armées pour réaliser un équilibre qui dépend en grande partie de facteurs extra-nationaux ? Nous avons déjà constaté que les instruments de la politique monétaire française étaient en 1964 impuissants à enrayer des entrées de capitaux qui s'opposaient *directement à la politique interne de restriction de crédit*. Or, les opérations monétaires externes, en contribuant à améliorer ou à détériorer la liquidité bancaire, agissent sur le terrain d'élection de la politique monétaire.

Nous avons vu par ailleurs que les politiques de taux d'intérêt peuvent être inefficaces ou même inopportunes du simple point de vue de la politique externe.

Ceci nous amène à *poser le deuxième problème* que nous avons déjà évoqué, *celui de la compatibilité des politiques internes et externes*. Les autorités se trouveront parfois obligées de choisir un équilibre plutôt qu'un autre. Mais selon quel critère ? Comment concilier par exemple l'expansion qui ne va pas sans certaines tensions inflationnistes et le nécessaire équilibre externe que la suppression de tout contrôle des changes vient de rendre si précaire ?

Le souci de la logique économique voudrait qu'en libérant les changes on s'engageât par là même à se soumettre aux « règles du jeu » du libéralisme et ce ne sont pas nos autorités monétaires (qui, sous cette bannière, partent depuis quelques années en guerre contre une certaine forme de *Gold Exchange Standard*) qui peuvent négliger de s'y conformer.

Jusqu'à présent, les autorités monétaires françaises avaient eu le plus grand souci d'isoler à peu près totalement notre monnaie et notre économie de toute influence externe. Nous allons voir en étudiant l'évolution de la réglementation des changes que des prescriptions restrictives ont pesé directement sur les opérations des banques jusqu'à la fin de l'année 1966.

Après la loi de décembre 1966, les autorités monétaires doivent se contenter des instruments de la politique monétaire globale mise à leur disposition : la politique du taux d'escompte, la politique d'*open market* au sens complet du mot et la politique de réserves obligatoires. Nous consacrerons notre prochain chapitre à l'étude de l'ensemble des moyens de contrôle des opérations monétaires externes par les autorités monétaires (1).

(1) Le rétablissement du contrôle des changes en 1968 revient sur une partie de ces méthodes. Mais cette mesure prise pour résoudre une crise monétaire d'une gravité certaine ne devrait pas modifier le sens et l'étendue de l'évolution que nous retraçons.



## *Les instruments de la politique monétaire externe*

### A | L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION DES CHANGES

La loi du 28 décembre 1966 dispose que « les relations financières entre la France et l'étranger sont libres ».

Ce simple alinéa rompt avec trente années de contrôle des changes, période au cours de laquelle les relations financières externes furent soumises à des réglementations des obligations et des autorisations qui isolèrent complètement notre monnaie et notre économie de toute influence étrangère.

Evidemment, cette libéralisation totale fut précédée d'une période de mise à l'épreuve, et si des possibilités d'action furent successivement concédées aux banques sur les marchés étrangers, les liens dont les autorités monétaires assortissaient cette liberté en diminuaient la portée.

Néanmoins, les banques tirèrent parti des enseignements de cette période test, tandis que les autorités monétaires, conscientes des contradictions nées de la surveillance étroite dans laquelle on maintenait les banques, à l'intérieur, et de la liberté totale qui allait leur être impartie, à l'extérieur, modifiaient les moyens de contrôle et de pression dont les banques faisaient l'objet, sur le marché monétaire interne, en supprimant toute obligation définie et toute incitation qualitative. En même temps, elles mettaient au point des moyens quantitatifs de politique monétaire globale qui devaient assurer l'efficacité de leur intervention à l'extérieur.

Cet aspect ayant été dégagé dans notre première partie,

il nous reste à voir comment s'est réalisée la libéralisation du marché des changes.

Une première étape avait été franchie en 1958, avec le rétablissement de la convertibilité externe du franc. Cette mesure accompagnait une dévaluation qui rencontrait une hostilité générale et en particulier celle du Fonds Monétaire International à l'interdiction duquel elle passa outre. Néanmoins, pour rassurer l'opinion internationale et pour démontrer que la nouvelle définition du franc permettrait de maintenir sa stabilité et de supporter le jeu des mouvements internationaux de capitaux, on libéra de toute contrainte les opérations des non-résidents, c'est-à-dire du monde entier, réservant aux seuls Français la réglementation des changes. Les étrangers purent donc, dès cette époque, se constituer des avoirs dans les banques françaises, les vendre, les échanger, rapatrier leurs capitaux, et ceci en toute liberté. Une seule limitation était apportée : les opérations à terme ne pouvaient pas être conclues pour une durée supérieure à six mois. Mais cette limitation n'entravait pas les mouvements de capitaux à court terme entre la France et l'étranger sur l'initiative de ce dernier, les opérations de cette sorte étant en général conclues pour des termes assez rapprochés.

Pour les résidents au contraire, les possibilités d'action sur le marché des changes restaient très réduites. Pourtant des assouplissements successifs, ingénieusement utilisés, furent successivement apportés au principe de la réglementation.

Les banques n'eurent d'abord pas le droit d'agir de leur propre initiative. Elles durent se soumettre aux ordres de leur clientèle. De son côté, celle-ci n'avait pas accès au marché des changes, et les devises dont elle pouvait avoir la disposition étaient conservées dans des comptes bancaires. Cette disposition était d'ailleurs limitée par l'obligation de cession de ces devises au Fonds de Stabilisation des Changes dans un délai d'un mois à partir du paiement effectif. Mais à l'inverse, les particuliers disposaient librement des devises qu'ils avaient acquises pour effectuer des paiements, et même des devises qu'ils s'étaient procurées en empruntant à l'étranger, opérations dont les modalités un peu exceptionnelles avaient été soigneusement réglementées.

Par conséquent, un certain champ d'action était concédé aux banques. Elles disposaient, dans la mesure où les solli-

citations des organismes bancaires constituent un stimulant pour les opérations de leur clientèle :

- des comptes étrangers en France ;
- des devises possédées momentanément par leurs clients et en attente soit de paiement, soit de cession ;
- des devises empruntées par leurs clients à l'étranger.

Les seules opérations qui leur étaient propres étaient la constitution pour leur compte de couvertures à terme pour les opérations traitées au comptant pour leur clientèle, ou au comptant pour les opérations « à terme sec » de leur clientèle.

Encore ces opérations dérivaien-t-elles de l'obligation qui leur était faite de ne jamais être en position de change. Celle-ci se traduisait de la façon suivante : les avoirs en devises à vue et à terme des banques devaient être sans cesse égaux à leurs engagements en devises au comptant et à terme. L'égalisation des avoirs et des obligations ne tenait pas compte de la diversité des échéances, permettant donc une certaine liberté. Une banque *pouvait par conséquent être engagée au comptant*, et avoir, pour un temps limité, une position débitrice à l'égard de l'étranger. On voit ici l'amorce des opérations de trésorerie avec l'étranger.

En 1963, une disposition exceptionnelle vint renforcer cette réglementation : craignant que la France ne devînt une place refuge pour les mouvements internationaux de capitaux et redoutant l'effet déséquilibrant des flux et des reflux de *hot money*, les autorités publiques prirent la décision *d'interdire la rémunération des comptes en francs des étrangers*. Dans le domaine des mouvements de capitaux à court terme, on voit poindre à juste titre le repoussoir que constituent les événements qui ont suivi l'année 1926 : l'afflux de capitaux dans les comptes des banques françaises, les espoirs mis dans la constitution d'un marché monétaire, le reflux des capitaux sur les places étrangères et les difficultés du franc qui s'ensuivirent. Il semble que les autorités monétaires ne veulent à aucun prix recommencer une aventure aussi humiliante, et les décisions qui interviennent sont autant d'affirmations que l'histoire ne peut pas être recommencée (1).

(1) Les événements prouvèrent que ces décisions étaient sages, puisque ces mouvements de capitaux d'origine étrangère pesèrent lourdement dans la crise financière de 1968.

Cette mesure n'a pourtant rien d'exceptionnel en soi. Elle est couramment utilisée par les pays tels que la Suisse et l'Allemagne fédérale qui connaissent régulièrement de tels mouvements en leur faveur. Mais là encore, elle est en général édictée pour répondre à des nécessités conjoncturelles internes. Elle vise souvent à enrayer un afflux particulièrement inopportun de capitaux, au moment où, pour résister à des pressions inflationnistes, on désire agir sur la liquidité bancaire.

Pour compléter cette décision, on releva quelques mois plus tard les conditions de taux minima auxquelles devaient être soumises les entreprises qui empruntaient à l'étranger, afin qu'elles ne puissent pas échapper par ce biais au renchérissement du crédit.

Ces mesures purement conjoncturelles ne coïncidaient pas avec la tendance générale. C'est pourquoi le ministre des Finances prit à Tokyo en 1964, au cours de la réunion annuelle des pays membres du F.M.I., l'engagement de libéraliser les opérations extérieures de la France.

L'année 1965 vit donc la mise en application de cette promesse :

— Les banques furent d'abord autorisées à prêter des francs à l'étranger.

— Elles purent ensuite faire des opérations à terme pour leur propre compte et non plus seulement en couverture des opérations de la clientèle. Autrement dit, on permettait aux banques elles-mêmes d'emprunter à l'étranger.

Le résultat de cette permission ne se fit pas attendre : le tableau suivant, établi à partir de chiffres trouvés dans diverses études de la revue *Statistiques et études financières*, donne les résultats suivants :

*Position à terme des intermédiaires agréés auprès des correspondants*  
(En millions de dollars m. c.)

|                                                | 31-12-1963 | 31-12-1964 | 31-12-1965 | 31-12-1966 |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Devises mises en report<br>à l'étranger .....  | 1 216,6    | 1 447,5    | 1 691,7    | 2 296,1    |
| Devises prises en report<br>à l'étranger ..... | 1 205,6    | 1 436,1    | 1 821,1    | 2 566,9    |
|                                                | — 11       | — 11,4     | + 130,4    | + 270,8    |

On constate l'ampleur que prirent, après 1965, les opérations à terme du système bancaire.

Quant à la situation en francs, elle s'est modifiée bien que le volume des opérations traitées reste inférieur au volume des opérations en devises. Pourtant le solde des opérations est significatif.

*Variation des avoirs en francs (1)*  
(En millions de dollars m. c.)

| 1961 | 1962   | 1963   | 1964 | 1965 |
|------|--------|--------|------|------|
| — 41 | — 55,7 | — 53,3 | — 78 | + 39 |

Le solde devient positif en 1965 parce que les banques ont pu, en prêtant des francs à l'étranger, compenser l'accroissement des avoirs en francs des étrangers. Quant à la position globale en francs du système bancaire, elle est, en décembre 1965, de 82 millions de dollars pour les avoirs et 569 millions de dollars pour les engagements, chiffres assez peu représentatifs du rôle que, sans conteste, le franc va être amené à jouer sur le marché monétaire international : il dépend en effet essentiellement de l'attitude restrictive des autorités monétaires françaises.

Une dernière étape fut franchie en 1966 : les dépôts en francs des étrangers en France purent de nouveau être rémunérés. Les attendus de la décision sont formels.

— « Le retour à la possibilité d'attirer les capitaux étrangers à court terme par une rémunération normale a été conçu principalement dans la perspective du rétablissement du rôle international de la place de Paris. »

Cette décision est complétée par la décision de porter de six mois à un an la durée maximum des découverts en francs à l'étranger.

Ces deux mesures étaient liées et résultaient du même désir, formulé expressément par notre ministre des Finances, d'accroître les opérations en francs parallèlement au développement des opérations en devises.

Après tant d'années de méfiance, il semble que l'on admette de nouveau que les mouvements de capitaux flottants entre

(1) *Statistiques et Etudes financières* (voir notre bibliographie).



les diverses places monétaires puissent jouer un rôle économique dans lequel la France désire tenir sa partie.

Ainsi, par la loi du 28 décembre 1966, la libéralisation totale des relations financières entre la France et l'étranger modifie le principe, mais ne bouleverse pourtant pas les habitudes bancaires. Néanmoins, une plus grande liberté d'action doit encore en dériver, pour les banques. Car l'interdiction de se trouver en position de change n'est pas renouvelée.

Ce fait peut accroître leur liberté, mais il est évident que la couverture à terme, sécurité que les organismes bancaires prennent automatiquement dans tous les pays (car elle constitue une règle d'or de la bonne gestion financière de leurs placements externes), ne peut pas être abandonnée. Cependant, on peut admettre que pour un emprunt à très court terme, au jour le jour, les banques prennent des positions de change, le risque de change étant très réduit après l'accord monétaire européen.

Un certain nombre de contrôles sont néanmoins maintenus, justifiés par leur incidence directe sur l'économie française qui ne doit pas s'opposer aux objectifs de la politique économique et financière. Ce problème sort un peu de notre sujet mais nous ne pouvons pas pour autant le négliger : il s'agit des investissements étrangers en France et français à l'étranger, et des émissions d'emprunt étrangères en France ou des entreprises françaises à l'étranger. Ces opérations sont soumises à l'agrément préalable des pouvoirs publics.

Enfin, le commerce extérieur de l'or redevient libre sous réserve d'un enregistrement sous la forme d'une déclaration visée par la Banque de France.

Mais en même temps, les instruments de la politique monétaire interne étaient, nous l'avons vu, complètement remaniés ; avant d'entreprendre leur analyse, nous pouvons ici entrevoir l'origine et l'étendue de cette réforme.

— *Avant 1966*, la politique monétaire de la France était caractérisée par une action globale sur le coût du crédit, par l'élévation du taux d'intérêt et par une action sur la liquidité par le blocage d'actifs dans les bilans bancaires.

Or, cette double limite était inopérante dans le domaine des relations extérieures. Le blocage d'actifs n'avait tout

d'abord aucune incidence sur les opérations monétaires externes puisque celles-ci portaient sur des avoirs qui pouvaient être octroyés en abondance au système bancaire français par l'étranger lui-même. Un prêt en devises, par exemple en euro-dollars, pouvait se réaliser soit par un accroissement des engagements en devises du système bancaire français, soit par un accroissement des avoirs en francs des étrangers. Aussi quand l'interdiction de rémunérer les dépôts en francs des étrangers rendit sans attrait cette forme de placements, les correspondants étrangers vendirent à terme des dollars, c'est-à-dire qu'ils firent au comptant l'opération inverse consistant à acheter des dollars contre des francs qui vinrent ainsi alimenter les trésoreries des banques françaises. Le coefficient de trésorerie était donc inopérant.

Quant à l'élévation des taux d'intérêt, son effet était contraire à l'objectif que l'on se proposait, puisqu'il créait, selon le mécanisme que nous avons décrit, un report sur le dollar dont le taux à terme était supérieur au taux du comptant. Cet effet à lui seul devait suffire pour que les banques étrangères fussent « vendeuses à terme » de dollars.

Ainsi, non seulement la politique monétaire interne laissait passer les flux monétaires étrangers, mais elle encourageait leur entrée en France.

— *L'institution de « réserves » minimales en France :*

Il faut noter que dans tous les pays « l'institution de réserves minimales a été la conséquence d'un déséquilibre du marché monétaire » (1).

Le premier exemple connu de politique des réserves utilisée pour contrebalancer l'effet d'un déséquilibre extérieur est la stérilisation des réserves pratiquée par le « Federal Reserve Board » par suite de l'afflux d'or que les Etats-Unis d'Amérique connurent en 1935, après la dévaluation du dollar ; a-t-on assez parlé en Europe de cette stérilisation de l'or qui, en empêchant une expansion de la masse monétaire, gênait le jeu des mécanismes stabilisateurs de sens contraire ?

Une vue plus lointaine sinon plus objective de l'histoire nous amène à penser que l'afflux d'or aux Etats-Unis étant causé

(1) Rémi JÉQUIER, *La politique des réserves obligatoires*, Genève, Droz, 1966.

non par le jeu normal de la hausse des taux mais par une spéculation sur la devise, une hausse modérée des prix n'aurait en aucun cas été suivie d'un retournement de la conjoncture internationale. Aussi les mécanismes stabilisateurs ne jouant pas, le pays aurait été entraîné dans un processus inflationniste qui lui aurait fait rapidement perdre le bénéfice de sa dévaluation.

La politique de réserves se généralise après la guerre, permettant aux banques centrales, lorsqu'elles craignaient l'effet inflationniste d'un afflux de capitaux étrangers, de bloquer ces nouveaux avoirs dans les réserves des banques.

Comme nous le constatons, cette mesure permet de répondre à une poussée spéculative, à un afflux important et prolongé de capitaux flottants ; c'est donc une mesure de politique monétaire qui répond au besoin précis de faire coïncider la politique de crédit des banques et la politique économique globale, ou de protéger l'économie contre les effets d'une crise monétaire internationale (1).

Mais il est évident qu'une politique des réserves est un instrument qu'il faut manier avec respect et qu'il ne convient pas de manipuler le taux de réserves obligatoires comme un simple coefficient de trésorerie.

Aussi, comme les opérations de trésorerie des banques restent malgré tout impondérables et fugitives, on peut admettre qu'à l'intérieur des limites, inchangées pendant un certain laps de temps, fixées par les coefficients de réserves, elles disposent d'une liberté suffisante pour leurs opérations normales de trésorerie.

## B | LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EXTERNE

Le plan de notre analyse sera le suivant : partant des mécanismes stabilisateurs classiques et du respect des règles du jeu qu'ils sous-tendent, nous étudierons d'abord la politique du

(1) Ainsi le 12 novembre 1968, le taux de réserves obligatoires a-t-il été relevé de 4,50 à 5,50 % pour les dépôts à vue, et de 2 à 2,50 % pour les dépôts à terme.

taux d'escompte, que nous confronterons aux deux problèmes que nous avons posés : *la compatibilité et l'efficacité*.

Nous serons ainsi amenés à corriger les effets peu satisfaisants de sa mise en application par l'*adjonction* ou la *substitution* des deux autres moyens : la politique d'*open market* et la politique de réserves obligatoires.

Il nous restera à présenter quelques cas types de déséquilibres, qui tiendront compte des tendances fondamentales de la structure économique et monétaire de la France.

# I | LE RESPECT DES RÈGLES DU JEU PAR LA POLITIQUE DU TAUX D'ESCOMPTE

Notre précédente analyse nous a permis de constater que *c'est effectivement dans le domaine des relations externes que la politique de hausse du taux d'escompte avait la plus grande efficacité et les vertus équilibrantes les plus évidentes*. Nous avons souligné néanmoins que son pouvoir était limité par le niveau des taux internationaux et la conjoncture monétaire mondiale.

Nous avons également été embarrassés devant le fait que la hausse du taux d'escompte exerce paradoxalement deux effets contradictoires sur la liquidité interne : l'afflux de capitaux étrangers à court terme attirés par la hausse des taux du marché monétaire vient compenser la contraction des disponibilités bancaires, et l'effet déflationniste peut ne pas jouer.

La théorie moderne diffère assez profondément de la théorie classique et la croyance dans les effets bénéfiques d'une hausse du taux d'intérêt s'est considérablement atténuée. Voyons cette évolution.

1 - Le modèle classique  
et l'effet stabilisateur  
du taux d'intérêt

Dans l'optique ricardienne purement quantitativiste, un déséquilibre des paiements extérieurs, consécutif à une hausse des prix internes, se résout par le jeu d'une déflation qui accompagne la sortie d'or. Après l'abandon de l'étalon-or, le mécanisme, s'il est moins rigoureux, reste tout aussi efficace. Un paiement en devises obtenues en échange de monnaie nationale du Fonds de Stabilisation des Changes entraîne une contraction des moyens de paiements internes, et accroît les disponibilités de l'étranger ; enfin, en régime de change fluctuant, c'est la dépréciation de la monnaie nationale qui affecte le pouvoir d'achat de la nation tout entière vis-à-vis du reste du monde.

L'équilibre se rétablit par la baisse des prix internes. Pour les quantitativistes, c'est la déflation monétaire qui a joué. Pour les auteurs modernes, c'est la baisse de la demande globale dans le pays et sa hausse à l'étranger, enfin en régime de change non compensé, la baisse des prix est seulement ressentie à l'étranger, par l'intermédiaire de la monnaie dépréciée.

La politique monétaire applicable à un tel déséquilibre est sans contestation possible *la hausse du taux d'escompte*. Celle-ci exerce *deux actions* favorables :

— *Sur l'équilibre interne* en contractant les possibilités de crédit des banques et peut-être, ce point étant souvent contesté, en diminuant la demande de crédit bancaire.

— *Sur l'équilibre externe* en assurant immédiatement un flux positif de capitaux à court terme.

Mais celui-ci ne fait qu'anticiper une forme de rééquilibre plus saine, réalisée par le retournement de la balance commerciale favorisé par la baisse des prix. La baisse du taux d'escompte se doit alors de faire refluer les capitaux excédentaires.



*2 - Critique du modèle classique*

Nous avons déjà vu que les effets immédiats de la hausse du taux d'escompte pouvaient contrarier ses effets médiats. Mais le modèle présente en outre d'autres faiblesses.

Il suppose, en effet, des *élasticités de réponse particulièrement favorables* des prix internes et des flux externes à une hausse des taux d'intérêt, de telle sorte qu'une baisse d'un demi ou même d'un point exerce un effet instantané sur la conjoncture. Or, si, au XIX<sup>e</sup> siècle, le marché de Londres pouvait par une faible hausse de taux attirer une frange importante de capitaux en quête d'emploi, sans que son économie soit fortement déprimée par cette pratique, il n'en est plus de même en période de pénurie des liquidités internationales. Aussi les places se font-elles une concurrence dans la recherche des liquidités qui obligent les autorités monétaires à prendre des mesures fortement déflationnistes, propres à ralentir considérablement l'activité interne de leur économie, les industries exportatrices étant aussi touchées que les autres.

Il n'est donc pas étonnant que la Banque de France, ayant, depuis 1958, le souci de maintenir une stabilité monétaire sans « casser » l'expansion économique interne, ait choisi des interventions plus directes sur le crédit.

L'encadrement du crédit avec l'institution de secteurs prioritaires, le coefficient de trésorerie et le choix qu'il imposait aux banques pour leurs actifs, permirent à la Banque de France de pratiquer une politique de taux notablement moins élevée que celle des autres pays.

Les insuffisances du modèle classique obligent néanmoins à perfectionner une présentation qui ne tient aucun compte des incompatibilités fondamentales existant entre les équilibres interne et externe. Nous avons pourtant trouvé dans les travaux de l'auteur américain R. A. Mundell un perfectionnement du schéma traditionnel par la prise en considération de ces situations antagonistes.

3 — *Le perfectionnement  
du schéma classique  
dans le modèle Mundell (1)*

Mundell a établi à partir des différentes situations de déséquilibres possibles un modèle dynamique qui analyse le processus d'ajustement progressif que réalise une hausse ou une baisse de taux d'intérêt.

A) *Les hypothèses du modèle.* — Equilibre interne et équilibre externe sont directement élastiques à *deux forces*, qui constituent les *variables* du modèle. La première force traduit la hausse des prix internes par rapport aux prix externes, ce sont les *termes d'échange*. La deuxième force est le *taux d'intérêt*.

La variation des termes d'échange est autonome, la variation du taux d'intérêt constitue l'arme monétaire, aux mains des autorités.

Le déséquilibre interne est caractérisé par l'excès de la demande globale sur l'offre globale, et la hausse des prix. Le déséquilibre externe tient compte des mouvements de la balance fondamentale et des flux de capitaux à court terme.

B) *Les différentes situations de déséquilibres possibles sont :*

- déficit externe et pressions inflationnistes : le cas retenu par les classiques ;
- déficit externe et pressions déflationnistes : ce cas caractérise souvent la situation de la Grande-Bretagne ;
- excédents extérieurs et pressions déflationnistes, c'est le cas d'une économie qui reçoit un afflux de capitaux spéculatifs à court terme, en période de crise (afflux de capitaux aux Etats-Unis en 1933) ;
- excédents extérieurs et pressions inflationnistes, ce dernier cas se présente fréquemment à l'heure actuelle pour les pays européens à balance excédentaire et forte demande globale (Allemagne fédérale en 1969).

(1) Le modèle de Mundell a été conçu par son auteur pour une étude du régime des changes applicable dans le cas de situations de déséquilibres les plus variés possible. Néanmoins il nous a paru possible, sans amputer la pensée de son auteur, de retenir comme point de départ de notre analyse la partie du modèle qui examine la situation des changes fixes, c'est-à-dire celle qui nous intéresse. Notons que Mundell renouça par la suite à cette présentation dichotomique que nous trouvons très commode pour notre analyse.

C) *Utilisation du modèle.* — Nous utiliserons le modèle dans un but différent de celui de son auteur, avec l'intention de déterminer la meilleure politique de taux d'intérêt applicable à ces quatre situations théoriques.

Nous confronterons alors les solutions données par le modèle, la politique antérieurement appliquée par les autorités monétaires françaises et les solutions qui doivent ou peuvent être désormais mises en œuvre.

Prenons les divers cas dans un ordre de fréquence décroissante des différentes situations, les déséquilibres externes accompagnés de tensions internes inflationnistes, puis les déséquilibres externes accompagnés de tensions déflationnistes.

#### CAS N° 1. — *Déficit externe et tensions inflationnistes*

C'est le cas étudié par les classiques. Voici comment il est présenté dans le modèle de Mundell, la politique monétaire préconisée par le modèle étant toujours conforme à la règle du jeu :

| Variable | Origine de la force    | Sens de la force | Effet sur         |                   |
|----------|------------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|          |                        |                  | Equilibre externe | Equilibre interne |
| P        | Déséquilibre extérieur |                  |                   |                   |
|          | Déséquilibre intérieur | ↑                | —                 | +                 |
| T        | Déséquilibre extérieur | ↑                | +                 | +                 |
|          | Déséquilibre intérieur |                  |                   |                   |

signifie augmentation ↑ P : niveau général des prix ou termes d'échanges  
signifie baisse ↓ T : taux d'intérêt

*Comment lire le tableau.* — Les variations P (appréciation des prix internes par rapport aux prix étrangers) et T (taux d'intérêt) sont commandées par l'existence de déséquilibres. Elles ont elles-mêmes une influence sur les équilibres interne et externe, cette influence pouvant être favorable ou défavorable.

Dans le tableau I, le déséquilibre (excédent de la demande globale sur l'offre globale) a déterminé *la hausse des prix*. Cette hausse a un effet défavorable sur la balance, mais elle ajuste l'offre à la demande interne. Les autorités monétaires réagissent à la détérioration de la balance par *la hausse du taux d'intérêt*, dont les effets sont favorables à la fois à l'équilibre interne et l'équilibre externe.

*Le modèle décrit un processus rééquilibrant dynamique.* — L'aspect dynamique lui est conféré, d'une part, par l'existence d'une période délai entre le moment où s'exerce la force et le moment où l'équilibre se réalise, d'autre part, parce que le processus d'ajustement *porte en lui-même l'élément qui alimente le mouvement auto-régulateur*. C'est l'effet déséquilibrant de la hausse des prix sur la balance qui éloigne sans cesse le modèle de sa situation d'équilibre. Les forces rééquilibrantes finissent par l'emporter, il s'agit donc là *d'un cas d'application d'un coweb amorti*.

L'intérêt de ce modèle est de présenter un ajustement beaucoup plus réaliste que le mécanisme stabilisateur classique. La baisse des prix internes se réalisant par paliers successifs *n'est plus considérée comme la condition première d'un rééquilibrage extérieur*.

La prise en considération du temps est elle-même plus exacte. L'effet d'une politique monétaire se fait sentir après un certain délai. En outre, le modèle explique mieux les étapes successives du rééquilibrage : le premier effet sur le déséquilibre externe joue par l'intermédiaire de l'afflux de capitaux étrangers à court terme, tandis que le rééquilibrage de la balance commerciale ne sera pas réalisé sans une baisse des prix intérieurs.

Par contre, comme la théorie classique, il admet que les flux de capitaux à court terme externes sont directement élastiques aux taux d'intérêt. Il ignore donc l'influence du taux d'intérêt international et de la spéculation.

En outre, en prenant parti pour la hausse du taux d'intérêt, *le modèle privilégie l'aspect extérieur dans la recherche du rééquilibrage et non les objectifs internes, économiques et sociaux* qui peuvent être à certains moments le premier souci des gouvernements. (La flèche se situe en face de la case déséquilibre externe.)

Enfin, il n'explique pas, et c'est ce que nous recherchions

au départ, comment l'afflux externe de capitaux à court terme ne compense pas, par son action sur la masse monétaire, l'effet interne de la hausse des taux.

Si l'on compare maintenant la politique du respect des règles du jeu à celle pratiquée par les autorités monétaires françaises en 1958 et en 1968, on s'aperçoit qu'il y a une grande conformité entre les deux, avec peut-être la différence que la politique française était assortie de mesures directes de restriction de la demande globale (pression fiscale, restriction budgétaire et contrôle du crédit). Si l'importance des moyens mis en œuvre était à la mesure des crises financières de la France, on peut toutefois noter que c'est en général dans cette première hypothèse que la politique classique a le plus de chance d'être mise en œuvre et ceci dans la plupart des pays, sous peine de faillite extérieure ou d'inflation galopante à l'intérieur.

*Cas n° 2* : Examinons maintenant la deuxième situation, celle d'un excédent extérieur accompagné de tensions inflationnistes.

C'est, nous le savons, en raison des excédents commerciaux des pays européens et des difficultés de la livre et du dollar, une situation qui s'est présentée pour l'Allemagne dès 1957 (plein emploi réalisé), pour la France et l'Italie à partir de 1960 (environ).

Voyons comment le modèle conçoit le processus de rééquilibrage.

*CAS N° 2. — Excédent extérieur, tension inflationniste*

| Variable | Origine de la force  | Sens de la force | Effet sur         |                   |
|----------|----------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|          |                      |                  | Equilibre externe | Equilibre interne |
| P        | Déséquilibre externe |                  |                   |                   |
|          | Déséquilibre interne | ↑                | +                 | +                 |
| T        | Déséquilibre externe | ↓                | +                 | —                 |
|          | Déséquilibre interne |                  |                   |                   |



La solution donnée par la règle du jeu consiste à accepter momentanément la hausse des prix, et à se désengager à l'étranger, la baisse du taux aidant la sortie des capitaux et incitant les nationaux à faire des placements extérieurs.

Cette politique est admissible dans certains cas, notamment si l'on est certain de pouvoir maîtriser par la suite les tensions inflationnistes qui s'étaient déclarées. Comme nous l'avons vu dans notre analyse des opérations externes du système bancaire, la Banque de France a appliqué en 1964 la politique inverse, privilégiant la lutte contre l'inflation.

Peut-on dire que la baisse des taux décidée en avril 1965 correspond à la solution de ce second problème ? Pas du tout, la situation de 1965 est au contraire déflationniste, donc totalement différente. Elle correspond au cas n° 3 ci-après étudié du modèle de Mundell.

CAS N° 3 — *Excédent extérieur, tension déflationniste*

| Variable | Origine de la force  | Sens de la force | Effet sur         |                   |
|----------|----------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|          |                      |                  | Equilibre externe | Equilibre interne |
| P        | Déséquilibre externe |                  |                   |                   |
|          | Déséquilibre interne | ↓                | —                 | +                 |
| T        | Déséquilibre externe | ↓                | +                 | +                 |
|          | Déséquilibre interne |                  |                   |                   |

Nous nous retrouvons ici dans le cadre de l'hypothèse classique et nous constatons dans cette circonstance un certain respect du jeu, car la politique envisagée a un double effet favorable sur l'équilibre interne que les politiques françaises mettent au premier plan.

Enfin, la dernière hypothèse (déficit extérieur, pression déflationniste) n'est pas caractéristique de l'économie française. Nous en parlons tout de même pour montrer que le choix du modèle est ici encore très discutable.

CAS N° 4. — *Déficit extérieur, pression déflationniste*

| Variable | Origine de la force  | Sens de la force | Effet sur         |                   |
|----------|----------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|          |                      |                  | Equilibre externe | Equilibre interne |
| P        | Déséquilibre externe |                  |                   |                   |
|          | Déséquilibre interne | ↓                | +                 | +                 |
| T        | Déséquilibre externe | ↑                | +                 | —                 |
|          | Déséquilibre interne |                  |                   |                   |

Ce cas est très intéressant parce qu'il peut être celui d'une nation dont l'économie est peu progressive et dont la balance est déséquilibrée par une fuite de capitaux flottants, c'est souvent le cas des pays à *monnaie de réserves*, lorsque des attaques se font sentir contre leur monnaie. Deux exemples récents ont montré que les pays répugnent à utiliser cette politique, mais qu'ils peuvent y être acculés par des crises financières graves.

Les Etats-Unis dont la balance est déficitaire et dont le taux d'expansion était relativement faible (entre 1950 et 1960) attendent plusieurs années pour élever leur taux d'escompte, afin de ne pas « casser » une croissance qu'ils connaissent enfin à partir de 1960. Les sorties constantes de capitaux qui en résultent entraînent un déséquilibre extérieur qui effraie l'opinion mondiale, et la hausse du taux d'escompte aux Etats-Unis, ainsi que la hausse du marché monétaire international sont les plus importantes qu'ait connues le monde occidental (1).

La politique monétaire de la Grande-Bretagne donne un exemple comparable. Les thèses avancées par les travaillistes à leur arrivée au pouvoir étaient que l'expansion forcée de l'économie entraînerait à la longue un redressement de la situation extérieure. Mais les inconvénients qui en résultèrent

(1) *Rapport de la B.R.I. (1967).*

pour la livre obligèrent les autorités monétaires à élever le taux d'escompte officiel à 7 % en juillet 1966, et à effectuer un certain nombre de manœuvres sur le marché des changes, et d'interventions directes auprès des autorités étrangères sans compter les recours au F.M.I. en dépassement des quotas.

— Quels sont les *enseignements* à tirer d'une telle étude :

a) Que la politique traditionnelle de hausse et de baisse du taux d'intérêt constitue un choix satisfaisant pour les autorités monétaires chaque fois que les *effets internes sont à double titre satisfaisants* (modèles 1 et 3), mais qu'elle peut être insuffisante et doit être complétée par d'autres mesures de politique monétaire ;

b) Que la politique du taux d'intérêt se heurte à l'hostilité des pouvoirs publics *chaque fois qu'elle entérine un déséquilibre interne* : pressions inflationnistes (modèles 2 et 4). Elle est dans ce cas remplacée, pendant un certain délai, par des politiques d'inspiration keynésienne comme la politique budgétaire ou une politique fiscale dont le degré d'efficacité dépend de la place de la monnaie du pays sur les marchés mondiaux. Les pays à monnaie de réserves peuvent difficilement se permettre une telle politique.

Dans le cas de la France, nous constatons que jusqu'à présent les nécessités de l'équilibre interne avaient toujours prévalu et, dans le cas d'incompatibilité des politiques, les autorités monétaires négligeaient d'appliquer les règles du jeu, en essayant de limiter au maximum l'incidence des opérations extérieures. Le contrôle des changes suffisait à cela.

En libéralisant les changes, la France se doit désormais d'appliquer les règles du jeu et de pratiquer une politique de taux conforme aux incitations du marché international. C'est une obligation qui ne découle ni d'un engagement moral ni d'un choix politique : c'est une exigence de la loi du marché à laquelle il est dangereux de ne pas se conformer. Néanmoins, il est permis aux pouvoirs publics d'avoir un certain degré de liberté et, pour corriger des déséquilibres restreints et procéder à des ajustements conjoncturels, d'user des autres armes qui sont mises à leur disposition.

## II | LES AUTRES TECHNIQUES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EXTERNE

### 1 - La politique d'*open market*

La politique d'*open market* peut être destinée à accompagner une politique de taux d'escompte. Elle peut au contraire se substituer à une telle politique. Elle s'analyse alors différemment :

A) *La politique d'open market considérée comme un complément de la politique du taux d'escompte : effet sur la liquidité du système bancaire.* — Dans le cas d'une hausse du taux d'escompte, l'afflux de capitaux étrangers neutralise, nous l'avons vu, l'effet déflationniste de la politique monétaire. La politique d'*open market* permettra d'absorber le *surplus de liquidité*. La Banque centrale vendra des titres publics à court terme pour offrir aux banques une alternative aux crédits à l'économie. Pourquoi les banques répondront-elles à cette offre ? *Parce que le taux de rendement des titres d'Etat sera supérieur au taux du marché monétaire.* Ceci implique que le compartiment des effets publics du marché monétaire soit très actif.

On a vu que la réforme des règles d'émission des Bons du Trésor, et particulièrement la suppression des planchers de bons, est destinée à rendre aux banques cette faculté de choix qui leur permettra d'être sensible aux incitations de la politique d'*open market* de l'Institut d'Emission. Elles offriront à leur tour ces bons à leurs prêteurs étrangers qui trouveront dans cette offre une incitation suffisante à une entrée de capitaux dans le pays.

Pour aider au contraire une sortie de capitaux français dans le cas d'une balance excédentaire, l'Institut d'Emission, par l'*open market* accompagnant une baisse des taux, accroît la liquidité des banques, leur permettant de trouver des placements rentables à l'étranger. Mieux encore, si ces sorties se révèlent à la longue déséquilibrantes, un resserrement de la liquidité et un retour des capitaux seront obtenus par simple

vente des titres sur le marché (opération pratiquée par les banques à la fin de l'année 1966, pour arrêter la progression des placements français à l'étranger réalisée aux dépens de la liquidité interne).

Mais ce dernier effet ressort de l'analyse suivante :

B) *Politique d'open market destinée à se substituer à une politique de taux d'escompte : effet sur la hausse du coût du crédit.* — Comment en effet s'analyse cette intervention de la Banque de France ? *En vendant des titres publics*, l'Institut d'Emission fait pression sur leur cours. Il fait donc *monter leur taux*. Celui-ci devient le taux directeur du marché monétaire : le taux de ce dernier s'élève en même temps selon le mécanisme que nous avons analysé dans notre première partie. C'est ainsi que s'explique l'effet de la vente de titres par la Banque de France au mois de décembre 1966. En effet, le mouvement soutenu de placement à l'étranger déséquilibrait la situation extérieure, tandis que l'effet du plan de stabilisation se poursuivait à l'intérieur. Une hausse des taux d'escompte aurait été inopportune. La rentrée de capitaux a été obtenue par le premier exemple de *vente* de titres par la Banque de France ; celle-ci a provoqué une crise de liquidité. Il reste à expliquer pourquoi la politique d'*open market* entraîne la rentrée des capitaux flottants plutôt que la restriction du crédit interne.

Cet effet favorable a été la conséquence de la stabilité du franc qui a permis au moindre mouvement des taux d'intérêt de provoquer une réponse immédiate des mouvements internationaux de capitaux.

En agissant ainsi, les autorités monétaires évitent l'effet dépressif de la politique du taux d'escompte sur l'économie interne. Ce résultat est obtenu *en dissociant les deux taux, le taux d'escompte qui se maintient au niveau de 3,5 % dans notre exemple et le taux du marché monétaire qui pendant la même époque a dépassé 5 %*.

Quand donc les autorités doivent-elles alors pratiquer une politique d'*open market* inverse d'achats d'effets publics ?

Le cas n° 2 est celui qui se présente à l'esprit. Nous avons vu que dans ce cas la balance est excédentaire et les tendances de l'économie sont à la hausse des prix. Les autorités moné-



taires ne voudront dès lors pas se soumettre à la règle du jeu classique qui est la baisse du taux d'escompte.

Encore convient-il d'analyser la composition de l'excédent : s'il correspond à celui de l'année 1964, c'est que l'accroissement de l'engagement des banques, consécutif à la crise de trésorerie interne et aux emprunts à l'étranger, a accru le solde de la balance des paiements. Le remède, dans ce cas, n'est pas une baisse du taux d'escompte puisqu'on désire maintenir la restriction du crédit, mais *l'octroi des facilités de trésorerie au système bancaire pour lui permettre de se désendetter à l'étranger*.

Comment l'Institut d'Emission procédera-t-il ? Par *l'achat des titres publics*. Ces achats, en faisant monter le cours des titres publics, rendront avantageuse leur vente à l'Institut d'Emission. Les banques préféreront utiliser les facilités de trésorerie qui leur auront été concédées par l'Institut d'Emission, et réduiront leurs engagements à l'étranger. Cet effet sera d'autant plus immédiat que, comme nous l'avons vu dans notre analyse des opérations du marché monétaire, celles-ci sont sensibles aux moindres variations de taux.

*Dans ce cas comme dans l'autre, on aboutit à se conformer aux règles du jeu classique, non point par la variation du taux d'escompte, mais par la variation du taux du marché monétaire.*

Ainsi la politique d'*open market* suppose un marché monétaire et l'existence d'une politique du marché monétaire.

Enfin, en toute logique, si l'on désire que Paris devienne une place monétaire internationale, et puisque le modèle que nous avons présenté en seconde position revient assez fréquemment dans les conjonctures européennes, il serait normal que l'Institut d'Emission, afin d'encourager les placements à l'étranger des banques françaises, laisse à leur disposition par ce canal un volume suffisant de liquidités. Il pourrait se faire que le taux d'escompte devienne dans certaines occasions le taux pénalisateur, comme dans les pays anglo-saxons. Mais en même temps, la politique de taux d'escompte de la Banque de France pourrait être plus brutale et plus efficace.

Nous avons déjà souligné l'aspect conjoncturel des politiques d'*open market*. Il faut voir là leur limite. Accompagnant

des hausses de taux, elles renforcent la portée du mécanisme, mais se substituant à elles, elles ne peuvent avoir qu'un effet limité destiné à pallier des déséquilibres momentanés. Devant les risques graves et les déséquilibres cumulatifs qui peuvent être engendrés par la non-observation des stratégies que les modèles ci-dessus nous indiquaient, la hausse du taux d'escompte reste le remède à appliquer sans trop tarder à partir du moment où le déséquilibre dépasse le simple accident de conjoncture.

Il reste un dernier domaine où la politique du taux d'escompte assortie d'*open market* est impuissante à résoudre un déséquilibre extérieur. C'est le cas où la spéculation fait échec aux mécanismes rééquilibrants classiques, c'est-à-dire l'hypothèse où, dans le premier modèle (inflation-déficit), la hausse du taux serait impuissante à enrayer une fuite de capitaux ; ou encore le cas 3 (déflation-excédent) où une baisse du taux d'intérêt ne limiterait pas l'afflux des capitaux étrangers.

Dans ces cas, aussi nombreux que les cas présumés « classiques », il faut prendre en considération les effets pervers, qui feraient de notre *coweb* rééquilibrant un *coweb* explosif. C'est pour répondre à de tels dangers que les autorités monétaires décidèrent l'institution de réserves obligatoires

## 2 - La politique de réserves obligatoires

Si la politique d'*open market* contribue à résoudre un certain nombre de problèmes posés par l'insuffisance de la politique traditionnelle, soit en renforçant la portée de la hausse du taux d'escompte, soit en se substituant à elle, elle est cependant trop souple et trop « libérale » dans les cas de déséquilibres prolongés, révélant une tendance fondamentale au déséquilibre. Dans ce dernier cas, la politique des réserves obligatoires présente sur tous autres moyens monétaires une incontestable supériorité :

- par son caractère automatique et obligatoire ;
- par son caractère immédiat ;
- par son effet net de restriction quantitative du crédit.

Nous avons déjà vu ses différentes caractéristiques et son efficacité pour résoudre des problèmes de déséquilibre interne. Mais cette solution se révèle également nécessaire pour pallier des déséquilibres externes.

A) *Le cas n° 1 aggravé par la « fuite devant la monnaie »*. — Dans ce modèle qui décrit, nous l'avons vu, un cas de déficit externe aggravé de tensions inflationnistes internes, il est des circonstances où la hausse du taux d'intérêt serait impuissante à attirer les capitaux étrangers à court terme, soit parce que le taux du marché monétaire international est lui-même trop élevé, soit parce que la place est considérée comme peu sûre, et sa monnaie instable. Une hausse du taux d'intérêt est-elle souhaitable ?

Si elle est trop élevée, elle risque de déprimer si fortement l'économie que les chances d'un rééquilibre des transactions commerciales risquent d'être sérieusement compromises. Si elle est insuffisante, elle peut ne pas entraîner de baisse de la demande de crédit stimulée par l'inflation, et renforcer le déséquilibre.

Le seul remède est la solution chirurgicale. Il faut parer au plus pressé, c'est-à-dire empêcher la fuite des capitaux nationaux d'abord, couper court aux tensions inflationnistes ensuite. La hausse du taux de réserves aboutit instantanément à ce résultat par son effet sur la liquidité immédiatement ressenti (1).

En se voyant obligées de liquider une partie de leurs actifs, les banques se débarrassent peu à peu de leurs avoirs mobilisables. Une fois cette limite atteinte, elles seront obligées de liquider progressivement leurs avoirs à l'étranger, c'est-à-dire de récupérer les capitaux placés à l'étranger.

Pour que la politique des réserves soit efficace du point de vue des déséquilibres externes, il suffit donc que le resserrement de liquidité soit suffisant pour dépasser le point de rentrée des capitaux français. Or, ce mouvement, en éloignant les menaces de dépréciation monétaire, peut renverser les tendances spéculatives à la baisse des étrangers.

(1) On peut remarquer que ce moyen n'a pas paru suffisant en novembre 1968 et que le rétablissement du contrôle des changes pour les nationaux a été nécessaire. Mais il s'agissait de faire échec au comportement des particuliers et non des banques.

B) *Les cas d'excédents extérieurs déterminés ou aggravés par l'afflux de capitaux flottants.* — Ces cas peuvent présenter plusieurs degrés de gravité. Le cas le plus courant est celui que nous avons maintes fois étudié et où l'afflux de capitaux extérieurs tient en échec la politique interne restrictive de crédit des autorités. Si les menaces d'inflation sont trop importantes, les autorités monétaires élèveront le taux de réserves afin de stériliser au fur et à mesure les entrées de capitaux spéculatifs dans les comptes des banques.

Mais une situation plus périlleuse encore peut se présenter. Dans l'hypothèse de crise financière internationale, une place peut être considérée comme un refuge par les spéculateurs du monde entier (cas des Etats-Unis en 1933). L'afflux des capitaux, s'il n'est pas soustrait à la circulation monétaire, provoquerait dans le pays une inflation grave et prolongée. Dans ce cas, seule la politique des réserves obligatoires permet de bloquer, dans les comptes des banques à la Banque centrale, la masse entière des capitaux flottants.

### *3 - Les interventions de l'Institut d'Emission sur le marché des changes à terme*

Nous avons vu que les Instituts d'Emission étrangers en Italie, Allemagne et surtout Royaume-Uni, avaient l'habitude d'intervenir sur le marché des changes à terme pour éviter soit une trop forte appréciation, soit une dépréciation de leur monnaie sur le marché des changes et contrarier les flux spontanés de capitaux à court terme.

Jusqu'à la fin de 1968, la Banque centrale française n'a pas utilisé cette technique, car elle a toujours veillé dans le cadre de sa politique d'*open market* à régulariser le taux du marché monétaire de façon à contenir les flux internationaux de capitaux à court terme dans les limites compatibles avec l'équilibre monétaire interne. Par ailleurs, diverses mesures encourageaient progressivement les banques à neutraliser en quelque sorte les flux qui entraient sur le territoire en les reprêtant immédiatement sur les marchés étrangers.

Néanmoins, les interventions au jour le jour sur le marché

monétaire lui ayant semblé insuffisantes, la Banque de France a pris l'habitude, comme nous l'avons déjà vu, d'intervenir également sur le marché interne mais « à terme » de façon à indiquer globalement l'évolution à attendre des taux du marché monétaire à terme et enrayer ainsi les poussées spéculatives.

Par contre, au moment où des menaces sérieuses pesèrent sur la valeur du franc à la fin de l'année 1968, la Banque de France pratiqua de façon systématique des opérations de *swap*.



## Conclusion

---

Le marché monétaire est-il promis à un avenir brillant, après avoir été longtemps considéré comme une institution marginale ? On serait tenté de le croire, pour la seule raison que dans le cadre d'une politique monétaire libérale, en système d'économie ouverte, il constitue un atout, dans le jeu des autorités monétaires (1).

Encore faut-il qu'il acquière une autonomie relative à l'égard des instances monétaires suprêmes, chez qui la tentation de l'interventionnisme reste très grande, et que ses mécanismes ne se trouvent pas faussés par les réflexes spéculatifs des nationaux.

Cela fait beaucoup de réserves ; pourtant il est incontestable que cette institution ne fonctionne pas en France comme une simple annexe de l'Institut d'Emission. Elle régit et organise la liquidité du système bancaire, et par là de la nation tout entière. Or de cette liquidité, de l'aptitude qu'ont les usagers à satisfaire leurs besoins d'encaisses, dépendent leurs actes économiques, leurs achats, leurs investissements et la prospérité nationale. Le marché monétaire introduit dans la subtilité des mécanismes financiers une souplesse supplémentaire. Les banques y apprennent à rentabiliser leur gestion, à rechercher le meilleur profit ; le Trésor s'y procure des subsides au plus juste prix ; les grandes entreprises y trouvent des occasions de placer des capitaux qui, sans cela, resteraient improductifs, ou iraient alimenter des marchés étrangers.

Mieux encore, le marché monétaire accroît la vitesse de circulation de la monnaie, et son pouvoir économique. Comment

(1) Rapport sur le marché monétaire et les conditions de crédit, R. MARJOLIN, J. SADRIN, O. WORMSER, *Documentation française*, juin 1969.

expliquer sans cela qu'une politique rigoureuse de restriction de crédit et d'équilibre budgétaire, telle que celle que nous connaissons en ce moment, puisse aller de pair avec l'expansion ?

Il reste à débattre de ses relations avec l'étranger. Au cours de la crise de novembre 1968, le marché monétaire a servi de canal aux sorties des capitaux à court terme. Or s'il s'avère normal que les forts engagements du système bancaire français à l'égard de l'étranger aient joué un rôle déterminant dans le déclenchement du mouvement, le caractère des capitaux étrangers dans un pays étant leur extrême mobilité, il est anormal que ces sorties de capitaux purement monétaires aient entraîné de la part des nationaux le réflexe retrouvé, après une décennie de stabilité, de jouer contre la monnaie.

S'il est vrai que l'on ne peut demander aux spéculateurs de faire preuve de civisme, du moins est-il possible de ne pas encourager leurs velléités par manque d'information objective. Un pessimisme de rigueur dans certains milieux et leur amplification par une presse spécialisée ont contribué à accentuer jusqu'à la panique les pertes de réserves de change (1).

Le marché monétaire n'a été qu'un instrument, et la libéralisation des échanges internationaux de capitaux à court terme ne saurait être mise en cause. Le contrôle des changes, si utile qu'il ait pu être dans cette conjoncture, ne peut être maintenu longtemps, sans rétrograder Paris au rang des places financières de dernière catégorie.

Chaque pays a les institutions qu'il mérite : c'est vrai aussi pour le marché monétaire qui, en accédant aux feux de l'actualité, s'expose à devenir le lieu privilégié où se marque la sagesse de la nation et de ses dirigeants.

(1) N'a-t-on pas été, après août 1968, jusqu'à parler d'une seconde dévaluation ?

## *La place de Paris sur le Marché Monétaire International*

Il nous est difficile de conclure cette dernière partie sans évoquer le désir avoué par les autorités monétaires de faire de Paris une place financière internationale. Il faudrait, pour approfondir cette idée, des développements plus nombreux que ceux que nous pourrions inclure dans le cadre de cette étude ; pourtant nous avons été amenés à émettre chemin faisant quelques opinions sur cette éventualité.

Il faudrait pouvoir évidemment s'entendre sur le point de savoir quelles sont les qualités qui font d'une place monétaire un marché international des capitaux. G. Lutfalla, dans son rapport au Conseil Economique, regrettait que la France ne fût ni un marché mondial des matières premières comme Londres, ni un réservoir de capitaux à long terme comme New York, pensant que seuls les pays dotés de tels avantages pourraient jouer un rôle dans les transactions internationales, un rôle de premier plan. Or à l'époque de ce rapport, la réglementation des changes annihilait toute communication entre la France et l'étranger. Entre 1966 et 1968, la technique bancaire et la politique monétaire elle-même ont été bouleversées par l'ouverture totale des frontières aux fluctuations internationales. Paris a en moins d'une année pris une place prépondérante sur le marché des Euro-dollars, alors que les marchés américains et britanniques étaient mis en difficulté. La dévaluation de la livre du 18 novembre 1967 a montré que le système français était tout à fait capable dans certains cas de résister aux pressions des poussées spéculatives. La politique de la Banque de France a permis de maintenir le taux du marché antérieur sans que la moindre secousse ne retentisse sur le marché interne.

Aussi pourrait-on être amené à réviser des critères hérités du passé pour se demander si la qualité de place financière n'est pas à notre époque l'apanage des pays qui, à un titre ou à un autre, sont capables d'assurer le contrôle et la transmission des mouvements internationaux des capitaux. On parle beaucoup des Euro-marchés ; certains pays y jouent un rôle important en s'y approvisionnant régulièrement. D'autres, au contraire, disposent de balances en devises qu'ils prêtent non moins régulièrement, mais comme nous avons pu le voir, ce n'est pas la possession d'excédents de liquidités qui fait les marchés monétaires.

La France a joué entre 1966 et 1968 un rôle très important sur les Euro-marchés. En effet, sans être jamais emprunteuse nette, ni débitrice nette, pour des montants importants, ses banques ont « entretenu » une activité intense sur ce marché (1).

Or, comme nous l'avons dit à plusieurs reprises, c'est par son rôle d'intermédiaire entre flux internationaux de capitaux à court terme que la Grande-Bretagne était, au XIX<sup>e</sup> siècle, une place financière internationale. Ce rôle d'intermédiaire, Paris est capable de l'assumer en Europe en raison d'une organisation bancaire que nous avons décrite en commençant cette étude et qui est unique sur le continent européen.

C'est pourquoi nous pensons que Paris peut matériellement jouer le rôle de place financière internationale si les conditions de fonds sont sauvegardées : l'équilibre des paiements courants extérieurs et l'équilibre monétaire interne. Par contre, et la crise financière de 1968 est là pour nous rappeler l'évidence d'un tel mécanisme, que soit troublé l'un ou l'autre de ces équilibres et le pays subit la loi de la spéculation nationale et internationale et doit renoncer à jouer le jeu difficile en vigueur sur les marchés internationaux de capitaux.

(1) On peut consulter à ce sujet les rapports de la B.R.I. et en particulier les tableaux intitulés : « Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de dix pays en monnaies étrangères envers de non-résidents ».

## Bibliographie

---

- AFTALION (A.). *La valeur de la monnaie dans l'économie contemporaine*. Sirey, 1948-1950.
- ALLAIS (M.). Les conditions de l'expansion dans la stabilisation, *R.E.P.*, 1967.
- ALTMAN (O. L.). Le Marché de l'Euro-dollar, Fonctionnement et rôle dans le système monétaire international, *Finances et développement*, 1967.
- BANQUE DE FRANCE. *Colloque d'Information sur les problèmes de la liquidité* (P. BERGER, R. CASSOU, J. ESTEVA, H. FOURNIER, M. THÉRON).
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX. *Rapport 1966-1967 (XXXVII<sup>e</sup>) : Huit Banques centrales européennes*.
- BARRE (R.). *Economie politique*, II (coll. « Thémis »), Presses Universitaires de France, 1958, 6<sup>e</sup> éd., 1970.
- Efficacité de la politique monétaire, *R.E.*, 1965.
- BARRÈRE (A.). *Théorie économique et impulsion keynésienne*. Dalloz, 1954.
- BAUDIN (L.). *Traité d'économie politique*. Dalloz.
- BELL (G. L.). The Euro-dollar market, *Federal Reserve Bank of St Louis Review*.
- BERGER (P.). *Le marché monétaire et le marché des changes* (Cours polycopié, Centre d'Etudes Supérieures de Banque).
- La liquidité de l'économie, *Banque*, 1966.
- BERNARD (D.). Voir PETIT-DUTAILLIS.
- BIACABE (P.). Intermédiaires financiers, comptabilité nationale et théorie monétaire, *Rev. Sc. financière*, 1962.
- BIENAYMÉ (A.). *Croissance et monnaie en plein emploi*. Cujas, 1964.
- BLOCH-LAINÉ (F.) et de VOGÜÉ (P.). *Le Trésor public et le mouvement général des fonds*. Presses Universitaires de France, 1960.
- BOCCON-GIBOD (A.). Le flux et le reflux des billets dans le bilan de la Banque de France, *R.E.*, 1950.
- Quelques aspects techniques du marché monétaire, *Banque*, 1962.
- BROCHIER (H.) et TABATONI (P.). *Economie financière*. Presses Universitaires de France, 2<sup>e</sup> éd., 1963.
- BYÉ (M.). *Relations économiques internationales*. Dalloz, 1965.
- CAISSE DE GESTION MOBILIÈRE. *Rapport*, 1966.
- CASSOU (R.). *Le fonctionnement du marché monétaire de Paris*. Banque de France, 1947.
- CAUBOUÉ (P.). *Le marché monétaire français*. Moneta et credito, 1955.



- CHÂINEAU (A.). *La demande d'encaisse monétaire*. Cujas, 1964.
- *Mécanismes et politiques monétaires*. Presses Universitaires de France, 1969.
- CHAMPION (P.). *Le crédit à moyen terme*. Ed. de l'Épargne, 1963.
- COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE. *Les instruments de la politique monétaire dans les pays de la C.E.E.*, 1962.
- COMMISSION DE CONTRÔLE DES BANQUES. *Les bilans des banques*, 1966.
- CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT. XIX<sup>e</sup>, XX<sup>e</sup>, XXI<sup>e</sup> *Rapports et Annexes*.
- COSTE (P.). *Les grands marchés financiers*. Payot, 1932.
- COTTA (A.). Pour une nouvelle politique monétaire, *E.A.*, 1961.
- DENIS (M.). *La monnaie*. Paris, Ed. Sociales, 1951.
- DENIZET (J.). La monnaie, *Encyclopédie française*, vol. IX.
- *Monnaie et financement*. Dunod, 1967.
- Des expériences monétaires récentes aux mécanismes monétaires de demain, *E.A.*, 1956.
- Du nouveau dans la théorie de la demande de monnaie. *E.A.*, 1961.
- DIETERLEN (P.). *Quelques enseignements de l'évolution monétaire française de 1948 à 1952*. Colin, 1954.
- *L'investissement*. Marcel Rivière, 1957.
- *L'élasticité de la masse monétaire*. B.N. de Belgique, 1958.
- Monnaie et expansion : le rôle de la Banque centrale, *R.E.*, 1961.
- DITTE (A.). Les éléments du marché monétaire, *Bulletin trimestriel de la Société générale*, 1966.
- DUCROS (B.). *L'action des grands marchés financiers sur l'équilibre monétaire*. Colin, 1952.
- *Fluctuations et croissance* (cours polycopié, 1966-1967).
- EZÉCHIEL (H.). The call Money-Market in France, *Staff Papers*, F.M.I., 1965.
- FALISE (M.). *La demande de monnaie*. Nauwelaerts, 1959.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL. *International Financial Statistics*, 1966-1970.
- FRIEDMAN (M.). *Studies in the quantity theory of Money*. University Press, 1956.
- GAUROY (A.). *Etude comparée de la politique d'open-market en France et à l'étranger*. Thèse, Paris, 1957.
- GÆDHART (T.). *Équilibre monétaire et équilibre de la balance des paiements*. B.N. de Belgique, 1955.
- GRIVET (P.). La mobilisation des crédits en France, *L.G.D.J.*, 1962.
- GUENSER. *Le marché monétaire français et son contrôle par la Banque de France*. Sirey, 1938.
- GUGLIELMI (J. L.). Formation du capital, Expansion économique en « stabilité » monétaire, *R.E.*, 1958.
- GUITTON (H.). *Fluctuations et croissance*. Dalloz, 1967.
- GURLEY (J. G.) et SHAW (E. S.). *Money in a theory of finance*. The Brookings institution, 1962.
- JAMES (E.). *Problèmes monétaires contemporains*. Sirey, 1963.
- JEANNENEY-GUILLAUMONT (S.). *Les actifs financiers et la croissance*. Thèse, 1964.
- JÉQUIER (R.). *La politique des réserves obligatoires*. Genève, Droz, 1966.

- HICKS (J. R.). *Valeur et capital*. Dunod, 1956.
- KALDOR (N.). The Radcliffe Report, *R.E. Sc.*, 1960.
- KEYNES (J. M.). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Payot, 1942.
- LAILL (Sanjaya). Le marché des changes à terme, *Finance et développement*, 1967.
- LE BOURVA (J.). Création de monnaie et multiplicateur de crédit, *R.E.*, 1962.
- LECAILLON (J.). Voir MARCHAL (J.) et LECAILLON (J.).
- LEDUC (G.). La monnaie (*Traité d'économie politique* sous la direction de L. BAUDIN).
- LELART (M.). *L'émission de monnaie dans l'économie française*. Nouvelles Ed. Latines, 1966.
- LEVY-BEZIADE (M.). *L'accroissement du rôle du Trésor public dans les mécanismes monétaires français*. Thèse, Paris, 1962.
- LUTFALLA (H.). *La situation actuelle du crédit en France*. Rapport au Conseil économique et social, 1963.
- MARCHAL (J.). *Monnaie et crédit*. Cujas, 1970.
- MARCHAL (J.) et LECAILLON (J.). *Le flux monétaire*. Cujas, 1967.
- MARJOLIN (R.), SADRIN (J.) et WORMSER (O.). Rapport sur le marché monétaire et les conditions de crédit, *Doc. franc.*, juin 1969.
- MICHALET (Ch.-A.). Les mouvements internationaux de capitaux à court terme, et la France depuis 1959, *Mémoire*. Paris, 1963.
- MINGUET (A.). *Multiplicateur de dépôts et multiplicateur de crédit*. La Haye, 1963.
- MINISTÈRE DES FINANCES. *Bulletin du Service de l'Information*.
- MORET (M.). *L'échange international*. Libr. Marcel Rivière, 1957.
- MOULÈNE (J.-L.). *Le marché monétaire français*. Thèse, 1959.
- MUNDELL (R. A.). The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible change rates, *Quarterly journal of economics*, 1960.
- MYRDAL (G.). *L'équilibre monétaire*. Ed. Médicis, 1950.
- NADLER (M.), HELLER (S.) et SHIPMAN (S.). *The Money Market and its Institutions*. The Ronald Press Company, 1955.
- PARLY (J.-M.). *Fondement d'une analyse structurelle des liquidités*. Paris, 1966.
- PATINKIN (D.). *Money, Interest and Price*. Row Peterson, 1956.
- La théorie quantitative de la monnaie, une analyse par l'équilibre général, *E.A.*, 1956.
- PERROUX (F.). L'intégration de la théorie de la valeur de la monnaie à la théorie de la valeur des biens, *R.E.C.*, 1943.
- PETIT-DUTAILLIS (G.) et BERNARD (D.). *Le Crédit et les Banques*. Paris, Sirey, 1964.
- PIETTRE (A.). *Histoire de la pensée économique et analyse des théories contemporaines*. Dalloz, 1966.
- PILISI (D.), SALIN (P.), WOLSFENSPERGER (A.) et CLAASEN (M.). *Une contribution à la théorie du revenu permanent*. Presses Universitaires de France, 1965.
- PONSARD (C.). L'actualité de la théorie quantitative de la monnaie, *Etudes et conjoncture*, 1958.
- POSE (M.). *La monnaie et ses institutions*. Presses Universitaires de France, 1942.

- RADCLIFFE (C. J.). Report Committee on the working of the monetary system, *H.M.S.O.*, 1959.
- RIST (C.). *Essai sur quelques problèmes économiques et monétaires*. Sirey, 1933.
- ROBINSON (R. I.). *Money and Capital Market*. McGraw Hill Book Company, 1964.
- RUEFF (J.). *L'ordre social*. Sirey, 1967.
- La régulation monétaire et le problème institutionnel de la monnaie, *R.E.*, 1957. Reproduit dans *Le lancinant problème des balances de paiements*. Payot, 1965.
- SADRIN (J.). Voir MARJOLIN (R.).
- SAMUELSON (P. A.). *L'économie*, I, A. Colin, 1962.
- Statistiques et Etudes financières* (série rouge) :
- L'évolution du marché monétaire depuis 1958, 1964.
- Note sur les opérations en devises des Banques françaises, 1966.
- Note sur les opérations en France des Banques françaises avec l'étranger, 1966.
- L'évolution de la trésorerie en 1966, 1966.
- La dette publique depuis 1960, 1966.
- Les moyens monétaires et financiers accordés à l'économie, 1967.
- (série bleue) :
- La balance des paiements, déc. 1966.
- TABATONI (P.) et BROCHIER (H.). *Economie financière* (Coll. « Thémis »), Presses Universitaires de France, 1963.
- Le néo-classicisme monétaire aux Etats-Unis depuis 1950, *R.E.*, 1957.
- Problèmes de l'organisation monétaire internationale, *R.E.P.*, 1963.
- TERREL (H.) et LEJEUNE (H.). *Traité des opérations commerciales des banques*. Masson, 1929.
- TIANO (A.). Le rôle du Trésor public sur le marché monétaire, *R.E.*, 1958.
- TRUPTIL (R. J.). *Le système bancaire anglais et la place de Londres*. Sirey, 1935.
- TUROT (P.). Le crédit national, *R.E.*, 1961.
- UNION D'ESCOMPTE. *Rapports annuels 1960-1966*.
- VIAUX (H.). L'évolution du marché monétaire, chronique annuelle dans la revue *Banque*.
- *Bulletins mensuels de l'Union d'Escompte*.
- WEILLER (J.). *Problèmes d'économie internationale*. Paris, Presses Universitaires de France, 1946.
- WILSON (J. S. G.). *Monetary Policy and the Development of Money Market*. Allen & Unwin L.T.D., 1966.
- WOODWORTH (G. H.). *The Money Market and Monetary Management*. New York, Harper & Row, 1965.
- WORMSER (O.). Voir MARJOLIN (R.).

# Table des matières

---

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| PRÉFACE de Jehan DUHAMEL ..... | 5  |
| INTRODUCTION .....             | 11 |

## PREMIÈRE PARTIE

### L'ORGANISATION

#### ET LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ MONÉTAIRE

|                                                                                                     |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| CHAPITRE PREMIER. — Approche sémantique des marchés monétaires .....                                | 23 |
| A) Evolution du concept de marché monétaire .....                                                   | 23 |
| B) Nature et fonctions des marchés monétaires .....                                                 | 31 |
| CHAPITRE II. — Principales étapes de l'évolution du marché monétaire français .....                 | 36 |
| A) Les origines du marché monétaire : le « marché hors banque » .....                               | 37 |
| B) L'institutionnalisation du marché monétaire .....                                                | 40 |
| C) Le marché monétaire de 1945 à 1955 .....                                                         | 46 |
| CHAPITRE III. — L'organisation et le fonctionnement du marché monétaire français contemporain ..... | 49 |
| A) La structure du marché .....                                                                     | 49 |
| B) Les intermédiaires du marché monétaire .....                                                     | 59 |
| C) Les opérations du marché monétaire .....                                                         | 72 |
| D) L'équilibre du marché monétaire .....                                                            | 87 |

## DEUXIÈME PARTIE

### L'ÉQUILIBRE SPONTANÉ DU SYSTÈME BANCAIRE

|                                                                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| CHAPITRE PREMIER. — L'évolution de la liquidité et des conditions d'équilibre du système bancaire français ..... | 101 |
| A) Analyse traditionnelle de la liquidité bancaire .....                                                         | 103 |

|                                                                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| B) La liquidité des banques définie à travers l'évolution des conditions d'équilibre du système bancaire .....  | 111        |
| C) Analyse conjoncturelle de l'évolution de la liquidité bancaire au cours de la période 1955-1966 .....        | 123        |
| <b>CHAPITRE II. — Les opérations du Trésor public et leur incidence sur la liquidité bancaire .....</b>         | <b>127</b> |
| A) L'origine des transferts mettant en communication le circuit du Trésor et le système bancaire.....           | 128        |
| B) L'évolution des principes de gestion des finances publiques et leur incidence sur la liquidité bancaire..... | 133        |
| C) L'influence des opérations du secteur public sur la liquidité du système bancaire .....                      | 144        |

## TROISIÈME PARTIE

*LA RÉGULATION MONÉTAIRE  
PAR L'INSTITUT D'ÉMISSION*

|                                                                                                       |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>CHAPITRE PREMIER. — La mesure de la sujétion bancaire à l'égard de l'Institut d'Emission .....</b> | <b>175</b> |
| <b>CHAPITRE II. — Le problème des liquidités potentielles .....</b>                                   | <b>182</b> |
| A) Le principe .....                                                                                  | 183        |
| B) La liquidité potentielle des banques françaises .....                                              | 186        |
| <b>CHAPITRE III. — La régulation monétaire par l'Institut d'Emission .....</b>                        | <b>203</b> |
| A) Les interventions directes de la Banque de France sur la liquidité bancaire .....                  | 209        |
| B) Les interventions de la Banque de France par la politique d' <i>open market</i> .....              | 218        |

## QUATRIÈME PARTIE

*LES RELATIONS DU MARCHÉ MONÉTAIRE  
ET DU MARCHÉ DES CHANGES*

|                                                                                                                       |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>CHAPITRE PREMIER. — Analyse comptable de la position monétaire externe .....</b>                                   | <b>223</b> |
| A) Les différentes présentations de la balance des paiements .....                                                    | 223        |
| B) Les postes monétaires de la balance des paiements.....                                                             | 225        |
| C) Analyse comptable de la position monétaire externe du système bancaire français .....                              | 230        |
| <b>CHAPITRE II. — Mécanisme des opérations mettant en relation le marché monétaire et le marché des changes .....</b> | <b>242</b> |
| A) Marché au comptant et marché à terme : techniques du marché des changes .....                                      | 242        |



|                                                                                                     |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| B) Le mécanisme des opérations monétaires externes du système bancaire .....                        | 246 |
| C) L'influence des opérations monétaires externes des banques sur le marché monétaire interne ..... | 253 |
| <b>CHAPITRE III. — Les instruments de la politique monétaire externe</b> .....                      | 268 |
| A) L'évolution de la réglementation des changes.....                                                | 268 |
| B) Les instruments de la politique monétaire externe .....                                          | 275 |
| <b>CONCLUSION</b> .....                                                                             | 293 |
| <b>ANNEXE</b> .....                                                                                 | 295 |
| <b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....                                                                          | 297 |

1971. — Imprimerie des Presses Universitaires de France. — Vendôme (France)  
ÉDIT. N° 31 403                      IMPRIMÉ EN FRANCE                      IMP. N° 22 283





PRESSES UNIVERSITAIRES  
DE FRANCE

**BIBLIOTHÈQUE SCIENTIFIQUE  
INTERNATIONALE**

*Section Economie*

**JEAN FOURASTIÉ**

**L'évolution des prix à long terme 30 F**

**CHARLES-ALBERT MICHALET**

**Les placements des épargnants  
français de 1815 à nos jours..... 25 -**

**MICHELLE DE MOURGUES**

**Le marché monétaire dans le sys-  
tème financier français ..... 40 -**

**BERTRAND MUNIER**

**Le cambisme et le jeu monétaire  
international ..... 55 -**